

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**ANÁLISE DO EURO COMO RESERVA DE VALOR –
O OLHAR DA TEORIA CARTALISTA DA MOEDA**

DAVI DOS SANTOS CERQUEIRA PINTO

matrícula nº 109024434

email: davisan@superig.com.br

ORIENTADOR: Prof. José Luis da Costa Oreiro

email: jose.oreiro@ie.ufrj.br

SETEMBRO 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

ANÁLISE DO EURO COMO RESERVA DE VALOR – O OLHAR DA TEORIA CARTALISTA DA MOEDA

DAVI DOS SANTOS CERQUEIRA PINTO

matrícula nº 109024434

ORIENTADOR: Prof. José Luis da Costa Oreiro

SETEMBRO 2014

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

A minha família e amigos pelo apoio e incentivo.

A minha mãe Dalila por acreditar em mim.

A minha irmã Cristal, que sempre me aconselhou de forma carinhosa e doce.

A Java, que sem a sua companhia, as minhas horas escrevendo seriam menos alegres.

A UFRJ, seus professores e funcionários, que proporcionam um ambiente acadêmico de extrema qualidade.

RESUMO

Este trabalho busca demonstrar, pela da Teoria Cartalista da Moeda, como a formação da União Monetária Europeia anterior à adoção de uma união política criou um problema estrutural no euro – a falta de confiança na moeda como reserva de valor. Através do ferramental teórico introduzido pela Teoria Cartalista, será possível realizar uma análise da função de reserva de valor do euro. Adicionalmente, uma comparação entre a condução da política monetária tanto do Federal Reserve quanto do Banco Central Europeu embasará a hipótese de que uma união monetária dissociada de uma união política impactará negativamente na confiança da moeda como reserva de valor; a separação entre autoridade fiscal (Estado) e autoridade monetária (Banco Central) cria incerteza quanto ao valor da moeda, ou seja, cria incerteza em relação à capacidade da moeda em manter o seu valor.

SIGLAS

CECA Comunidade do Carvão e do Aço

COREPER Comitê dos Representantes Permanentes

PAC Política Agrícola Comum

CEE Comunidade Econômica Europeia

EURATOM Comunidade Europeia de Energia Atômica

SME Sistema Monetário Europeu

UEP União Europeia de Pagamentos

ECU European Currency Unit

BCE Banco Central Europeu

FED Federal Reserve

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPITULO I – PROCESSO HISTÓRICO DE FORMAÇÃO DA UNIÃO EUROPEIA	3
I.1 – INTRODUÇÃO	3
I.2- COMUNIDADE EUROPEIA DO CARVÃO E DO AÇO	4
I.3 – TRATADOS DE ROMA	4
<i>I.3.1 - Políticas Comuns</i>	5
<i>I.3.2 - Instituições</i>	6
<i>I.3.3 – Política Agrícola Comum (PAC)</i>	7
I.4 – RUMO AO SME	7
I.5 – SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU (SME)	10
I.6 – TRATADO DE MAASTRICHT	12
<i>I.6.1. Estrutura legal do BCE</i>	14
<i>I.6.2. Relação entre o Banco Central Europeu (BCE) e o Bundesbank</i>	16
<i>I.6.3 - ECB: guerreiro contra a inflação</i>	18
<i>I.6.4 –Análise da independência do BCE</i>	20
I.7 – CONCLUSÃO	22
CAPÍTULO II – TEORIA DA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA	23
II.1 – INTRODUÇÃO	23
II.2 – CHOQUES DE DEMANDA	24
<i>II.2.1 – União Monetária</i>	24
<i>II.2.2 – Independência monetária</i>	27
II.3 – SUAVIZADORES DE CHOQUES	28
II.4 – DIFERENTES PREFERÊNCIAS DOS PAÍSES EM RELAÇÃO À INFLAÇÃO E DESEMPREGO	31
II.5 – DEFERENÇAS ENTRE AS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB	33

II.6 – CRÍTICAS À TEORIA DA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA	33
II.6.1 – <i>Choques assimétricos em uma união monetária</i>	34
II.6.2 - <i>Eficiência da política monetária</i>	36
II.6.3 - <i>Curva de Phillips e o Longo Prazo</i>	40
II.6.4 - <i>A questão da Credibilidade</i>	41
II.6.5 - <i>Produtividade e inflação em uma união monetária: o Efeito Balassa-Samuelson</i>	43
II.7 – MERCADO FINANCEIRO E SISTEMAS LEGAIS	45
II.8 – A RELEITURA DA TEORIA DA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA POR MUNDELL	46
II.9 - CONCLUSÃO	47
CAPÍTULO III – TEORIA CARTALISTA DA MOEDA	49
III.1 - INTRODUÇÃO	49
III.2 – TEORIA CARTALISTA ORIGINAL	50
III.2.1. <i>Definição da Moeda</i>	51
III.2.2 - <i>Moeda Bancária e o Mercado Privado</i>	52
III.3 – FUNCIONAMENTO DA POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA	55
III.4 – CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES	56
III.5 – OUTRAS CONTRIBUIÇÕES À TEORIA CARTALISTA	57
III.6 – CONCLUSÃO	59
Capítulo IV – ANÁLISE DO EURO SEGUNDO A TEORIA CARTALISTA	61
IV.1 – O PROBLEMA ESTRUTURAL DO EURO	61
IV.2 – ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS BALANÇOS E AS TAXAS DE JUROS DE CURTO PRAZO DO FED E DO BCE	62
IV.3 – CONCLUSÃO	65
CONCLUSÃO	67
BIBLIOGRAFIA E REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68

INTRODUÇÃO

O fim da Segunda Guerra Mundial marcou o início de um esforço europeu conjunto visando o aumento dos laços econômicos, objetivando evitar futuros conflitos. O processo iniciou-se a partir da criação da Comunidade do Carvão e do Aço, em 1951, culminando com a assinatura do Tratado de Maastricht, em 1991, e posterior adoção física do euro, em 2002. Durante esse período, o bloco europeu viveu uma série de tratados e planos econômicos, com o intuito de avançar nesse processo de integração.

Contudo, ao mesmo tempo em que a unificação econômico-monetária representou o desejo coletivo das nações europeias, a unificação política era um ponto sensível no tocante à sua aceitação. Tal situação culminou na adoção da união monetária anterior à adoção da união política. O euro, criado e regido por leis supranacionais, tendo como guardião o Banco Central Europeu, coexistia com uma organização de Estados soberanos e independentes politicamente entre si.

O objetivo do presente trabalho é demonstrar como a adoção da união monetária anterior à adoção da união política criou um problema estrutural no euro – a falta de confiança na moeda.

A fim de embasar o nosso debate acerca da premissa defendida neste trabalho, iremos utilizar o ferramental nos apresentado pela Teoria da Área Monetária Ótima e pela Teoria Cartalista da Moeda.

A Teoria da Área Monetária Ótima, elaborada inicialmente por Robert Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) determina as condições que os países devem satisfazer para tornar a união monetária atrativa, onde os benefícios são superiores aos custos. Os benefícios podem ser listados como: promoção da redução dos custos de transação entre os países, aumento dos fluxos comerciais e eliminação do risco cambial ligado à incerteza quanto às flutuações das taxas de câmbio. Em contrapartida, os custos podem ser entendidos como perda de liberdade sobre política monetária, e de soberania sobre a moeda.

Já a Teoria Cartalista da Moeda inicialmente elaborada por Georg Knapp (1905), irá abordar a ideia de que a moeda é criatura do Estado, sendo inseparável a relação entre Estado e

autoridade monetária. O Estado estabelece como dinheiro aquilo que aceita nos guichês públicos de pagamento. Tal assertiva possui importantes implicações políticas. No momento em que o Estado aplica um tributo aos cidadãos, pagável em moeda sobre a qual possui monopólio de emissão, ele influencia diretamente o valor daquela moeda, determinando as condições sob as quais a população pode obtê-la.

O debate dentro da Teoria Cartalista se torna vital para o estudo da União Europeia, quando analisamos a fundamentação por trás da instauração do euro. A ausência de um Estado constituído que garanta o euro como reserva de valor mina a confiança que as pessoas têm sobre o seu valor.

O primeiro capítulo irá detalhar o processo histórico de formação da União Europeia e do euro. O segundo capítulo irá explicitar e discutir os principais pontos da Teoria da Área Monetária Ótima. O terceiro capítulo tratará da Teoria Cartalista, abordando o *hardcore* da teoria, conforme divulgado na obra de Knapp e abraçada por Keynes, Weber, Lerner, Minsky e Goodhart. Por fim, uma análise comparativa entre a política monetária do *Federal Reserve* e do *Banco Central Europeu* será feita com o intuito de embasar a proposta aqui apresentada.

CAPITULO I – PROCESSO HISTÓRICO DE FORMAÇÃO DA UNIÃO EUROPEIA

I.1 - Introdução

Ao fim da Segunda Guerra Mundial, a Europa se encontrava em uma situação de carência de reservas e meios de pagamento internacionais, as quais foram direcionadas ao esforço de guerra, e de destruição parcial da sua capacidade produtiva, já que foi palco do embate bélico, sofrendo com as investidas militares de ambos os lados. Esse cenário tornava a restituição da conversibilidade (suspensa durante o período) uma tarefa complexa. Retrato disso era a incapacidade dos países europeus em seguir os acordos de Bretton-Woods, fato constatado logo após a assinatura daquele.

Um exemplo de tentativa frustrada foi o caso do Reino Unido, que ao tentar garantir a volta da conversibilidade da libra, sofreu uma grande fuga especulativa de capitais, mesmo após um empréstimo de 3,7 milhões de dólares feito pelos EUA. Assim, entre 1945 e 1957, a conversibilidade pode ser considerada meramente teórica, já que houve um forte controle cambial, na tentativa de recuperação do bloco europeu.

Após uma tentativa falha em criar, em 1950, um sistema multilateral de compensações monetárias, é instaurada dois anos depois a União Europeia de Pagamentos (UEP) que possuía uma unidade de medida própria (unidade de conta europeia, não conversível).

O intuito da UEP era diminuir as restrições às transações comerciais e cambiais entre os países da Europa Ocidental, criando um ambiente de referencia para a progressiva volta da conversibilidade das moedas. Era criado ainda um sistema europeu unificado de pagamentos multilateral. A UEP durou até 1958, ponto em que a conversibilidade monetária pôde ser restaurada.

A UEP possuía apoio institucional interno do Banco de Pagamentos Internacionais, que servia como depositário dos pagamentos, receitas de exportação, etc., dos membros da União. Os pagamentos poderiam ser feitos em ouro ou dólar. Além disso, um sistema de compensação supria a escassez de divisas inicial.

A institucionalização da UEP foi um claro sinal da necessidade de cooperação que os países europeus demandavam ao fim da Guerra. Fomentou a integração regional além de confirmar o irrealismo do programa Bretton-Woods e os estatutos do Fundo Monetário (o Conselho de Administração da UEP estava situado em Basileia e não em Washington).

O FMI fora criado objetivando a manutenção da conversibilidade das moedas e agente financiador de desequilíbrios temporários das balanças de pagamento. Porém, no tocante a desequilíbrios permanentes e moedas inconvertíveis, o fundo não possuía um embasamento doutrinário suficiente. A situação europeia clamava por ações compatíveis com aquele cenário.

I.2- Comunidade Europeia do Carvão e do Aço

A Declaração Schuman, proferida pelo ministro francês dos Negócios Estrangeiros Robert Schuman, em nove de maio de 1950, culminou em outra vertente fomentadora da futura união dos países europeus. O discurso incitava a criação de uma comunidade entre os países europeus, tendo em foco a indústria do aço e carvão (produção cooperativa de carvão e aço baseada no eixo França-Alemanha). Era assim criada através do Tratado de Paris, em 1951, a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), tendo como países fundadores Alemanha, Bélgica, França, Itália, Luxemburgo e Países Baixos.

Estimulados pelo êxito do tratado sobre o carvão e o aço, os seis países aprofundam os laços, estendendo-os a outros setores econômicos. Assim, em 25 de março de 1957 são assinados os Tratados de Roma, os quais instituíam a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia de Energia Atômica (Euratom).

I.3 - Tratados de Roma

A cooperação supranacional foi gradativamente sendo desejada e buscada pelos países europeus. A CEE surgiu com o objetivo de tornar possível a criação de um mercado comum, tendo por metas o incentivo às trocas comerciais e à produção no território da Comunidade e ao desenvolvimento de uma Europa mais integrada politicamente.

Podemos citar o artigo 2º como referencia aos pilares do tratado, o qual se refere às **missões** da Comunidade, que são: aproximação progressiva das políticas dos Estados-Membros, promoção do desenvolvimento harmonioso e interconectado das atividades econômicas, aumento do bem-estar da população, com expansão econômica equilibrada e estável.

O mercado comum então instituído deveria garantir a livre circulação das pessoas, dos serviços, das mercadorias e do capital, além de aproximar as condições de comercialização dos produtos e serviços, zelando pela livre concorrência entre as empresas, sendo proibidos acordos entre empresas, subsídios estatais ou qualquer outra ação que ferisse a concorrência entre os Estados-membros.

Adicionalmente, a união aduaneira entre os Estados era criada, removendo gradativamente as restrições quanto à movimentação diferenciada das mercadorias pelo território abrangido pelo tratado, colocando-os sob a mesma política comercial, processo concluído em 1968.

Além do artigo 2º, outro artigo de suma importância na caracterização do tratado foi o 8º. Este estipulava um período de transição de doze anos, fracionado em três fases de quatro anos cada. Cada fase deveria abranger um conjunto de metas a serem cumpridas, sendo o período de doze anos o tempo-limite para que todas as metas fossem cumpridas, tornando ativas as regras relativas ao estabelecimento do mercado comum.

I.3.1 - Políticas Comuns

O tratado previa a instauração de algumas políticas em comum, como a política agrícola comum (artigos 38º a 47º), política comercial comum (artigos 110º a 116º) e a política dos transportes (artigos 74º a 84º).

O desenvolvimento destas políticas está associado à criação do Fundo Social Europeu, cujo objetivo é a melhoria das possibilidades de emprego dos trabalhadores e o aumento do seu nível de vida, bem como a instituição do Banco Europeu de Investimento, destinado a facilitar a expansão econômica da Comunidade através da criação de novos recursos.

I.3.2 - Instituições

O tratado CEE criou instituições com intuito de garantir os interesses nacionais e da comunidade.

A estrutura institucional foi baseada em um “triângulo” constituído pelo Conselho Europeu, Comissão Europeia e pelo Parlamento Europeu, havendo um canal colaborativo entre eles. O Conselho elaboraria as normas, a Comissão apresentaria as propostas e o Parlamento possuiria um papel consultivo. Outro órgão interviria no processo de decisão, este sendo o Comitê Econômico e Social.

A Comissão, uma instituição independente e nomeada pelos governos dos Estados-Membros, representa o interesse comum. Ela detém o monopólio da iniciativa legislativa e propõe atos comunitários ao Conselho de Ministros, além de velar pela sua aplicação, bem como pela aplicação do direito derivado. No âmbito da sua missão, a Comissão possui o poder de execução no tocante à aplicação de políticas comuns.

O Conselho de Ministros é composto por representantes dos governos dos Estados-Membros e detém a maior parte dos poderes de decisão. É assistido pelo Comitê dos Representantes Permanentes (COREPER), que prepara os trabalhos e executa os mandatos que lhe são confiados pelo Conselho.

Inicialmente, a Assembleia Parlamentar só dispunha de poder de emitir pareceres e os seus membros ainda não eram eleitos por sufrágio direto e universal.

Em conformidade com a Convenção relativa a certas instituições comuns, que foi assinada e entrou em vigor juntamente com os Tratados de Roma, a Assembleia Parlamentar e o Tribunal de Justiça são comuns aos Tratados CEE e Euratom.

I.3.3 – Política Agrícola Comum (PAC)

Lançada em 30 de julho de 1962, a política agrícola comum conferiu aos países-membro a produção de alimentos sob um controle comum, tendo os preços agrícolas alcançados uma uniformização. Assim, a CEE se tornava autossuficiente na produção de alimentos.

I.4 – Rumo ao SME

Ao mesmo tempo em que assumiam as regras e instituições do Sistema Monetário Internacional, os países europeus aprofundavam a discussão acerca da importância do desenvolvimento de um acordo monetário promovedor da união econômica e do mercado comum, no contexto do aprofundamento do processo de integração econômica em que estavam focados. Um claro exemplo desse esforço foi a criação e evolução da CECA para a CEE e para a EURATOM, formalizados nos Tratados de Roma, durante a vigência da UEP.

O cenário internacional que estava se construindo era de pessimismo, tendo em vista a frágil capacidade dos acordos de Bretton-Woods em promover a estabilidade e desenvolvimento do sistema monetário internacional. Exemplo dessa fragilidade pode ser constatado na mudança de um cenário de escassez de divisas (fim da Segunda Guerra), para um cenário de excesso de liquidez internacional (dólares), tendo em vista os investimentos diretos americanos no exterior, os Planos Marshall (Europa) e Colombo (Ásia), etc. Todo esse esforço americano era reflexo de uma tentativa clara de manutenção da sua dominação paradigmática, sendo Bretton-Woods o seu modelo doutrinário.

Contudo, quando os déficits na balança de pagamentos americana se tornaram crônicos, tendo em vista a perda de competitividade comercial americana causaram queda no resultado da balança comercial. Na conversão de dólares em ouro por parte dos bancos centrais a fim de recompor as suas reservas, os EUA se viram em uma situação de quase insolvência, ameaçando os acordos de Bretton-Woods.

Países como Reino Unido, França, RFA, Itália, Bélgica e Holanda se unem a fim de garantirem a estabilidade do valor do ouro no mercado e a manutenção dos acordos de Bretton-

Woods, formando o chamado *pool* do ouro (50% das necessidades do mercado eram garantidos pela venda de ouro por esses países, e os outros 50% eram garantidos pelos EUA).

Todo esse processo culmina na suspensão temporária da conversibilidade, instaurando-se o controle sobre a venda de ouro. A suspensão permanente se dará mais tarde, em 15 de agosto de 1971, pelo então presidente americano Richard Nixon. Tal data marcou também o fim dos acordos de Bretton-Woods.

Já em 1960, o economista belga Robert Triffin adiantava o fim do sistema Bretton-Woods, e pautado nas ideias de Keynes defendia a criação de um processo em etapas que culminaria em uma adoção de uma moeda comum no âmbito europeu, ou seja, de uma união monetária. Alguns planos podem ser citados como promovedores o futuro SME, como: o Plano Werner (1968), o Plano Barre (1968) e o Plano Brandt (1969).

O ponto inicial no processo de integração monetária era reduzir as variações cambiais entre as moedas europeias, garantindo a estabilidade entre elas. A proposta inicial era a criação do mecanismo da “serpente monetária no túnel”, mecanismo esse que estabelecia a flutuação conjunta das moedas frente ao dólar de no máximo 1,5% (o túnel), e também entre si (comprimento da serpente). Esse mecanismo era até então pioneiro, no sentido de que demandava um complicado processo de tomada de ações coordenadas entre os bancos centrais europeus.

Em 1970, o Relatório Werner formaliza os objetivos do processo de integração, sendo a convergência das políticas econômicas e a integração monetária os pontos base. Além disso, a proposta de criação de um Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM) é feita, fundo este que deveria administrar o suporte financeiro de curto prazo, além de promover a administração das reservas da comunidade, as quais objetivavam a liquidação de débitos entre os países europeus no mercado de câmbio.

Contudo, a crise monetária internacional minou grande parte dos esforços dos países europeus. O marco e o florim entraram em flutuação livre frente ao dólar, havendo posteriormente o controle de capitais. A França instaurou um duplo mercado cambial, além de

reforçar o controle cambial de certas transações. Assim, a primeira versão da “serpente monetária” é criada, *de fato*, em um cenário de instabilidade geral das economias europeias. Os únicos países que aderiram realmente à serpente foram Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo.

Após uma flexibilização nos padrões de Bretton-Woods, ocorre uma tendência igual nos padrões da comunidade europeia.

Em abril de 1972 é assinado um acordo entre Alemanha, França, Itália, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo, na tentativa de nova introdução do mecanismo da “serpente no túnel”.

Nos termos do acordo, a flutuação das moedas dos países da CEE seria limitada a 2,25%, sendo a flutuação delas em relação ao dólar de até 4,5%. Além disso, há uma tentativa de criar uma forma de intervenção mútua dos países da CEE, com o intuito de manter a estabilidade cambial e a sobrevivência da “serpente”. Países que não dispusessem do saldo em ouro, em casos de compra de moeda por parte do mercado, poderiam recorrer ao pagamento em dólar ou através da subscrição de direitos especiais, possuindo liquidação futura.

Mesmo estabelecendo um conjunto técnico de cooperação entre os Estados, com o objetivo de manter a estabilidade entre as moedas, algo até então inédito, foi constatado que a manutenção conjunta de tal sistema demandava uma estrutura institucional inexistente até então. Junto a isso, o ambiente monetário internacional continuava não favorecendo o *sentimento de comunidade*.

Seguiu-se a saída da Itália e França, enfraquecendo novamente o sistema europeu. Concomitante, a flutuação do dólar refletia a situação do sistema monetário internacional.

Novamente tenta-se dar sobrevida à “serpente”, agora eliminando o túnel (banda de variação do dólar). Retira-se assim a responsabilidade, da comunidade europeia, de fixar a taxa de câmbio em relação ao dólar. Ou seja, a partir de então, o grupo de moedas da CEE não possuiria mais taxa de câmbio fixa em relação ao sistema monetário internacional, somente entre si.

Em 1973, o primeiro choque do petróleo desestabilizou novamente o projeto europeu. O ambiente internacional não favoreceu a estabilidade cambial, provocando uma estagnação no processo de união monetária até início de 1978. Ocorre então o Conselho Europeu de Bremen (esforço conjunto de França e Alemanha), o qual visava à criação de um sistema monetário europeu que viesse substituir a “serpente” e em que as políticas monetárias fossem mais convergentes entre os países.

Até então, os países, ao perseguirem objetivos individuais, dificultavam o desenvolvimento do bloco europeu. Simultaneamente, a falta de um real comprometimento para com a comunidade criava barreiras e dificultava o amadurecimento ideológico do projeto.

I.5 – Sistema Monetário Europeu (SME)

O embrião do SME surgira com a UEP (entidade transitória) e a CECA, ao fim da Guerra, criando condições para a recuperação efetiva das economias europeias e estreitando os laços entre elas, lançando as bases para o processo de integração.

A partir de 1970, a CEE começa o processo de criação da moeda única. Os países membros intensificam os esforços, em meio a um ambiente financeiro internacional conturbado, na tentativa de redução da flutuação cambial entre as suas moedas. Esse labor culmina no Sistema Monetário Europeu, criado em 1979 e formado por França, Alemanha, Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Holanda.

Em março de 1979, o ECU (European Currency Unit) é concebido a partir de uma cesta de moedas, sendo inicialmente utilizado somente em transações comerciais e financeiras, sendo substituído pelo euro, em janeiro de 1999. Diferentemente da UEP (unidade de conta), somava-se ao ECU a característica de meio de pagamento.

Dando respaldo ao ECU, foi criado o Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio, o qual estipulava um intervalo de flutuação limite de 2,25% entre as taxas fixadas pelo SME, sendo que alguns membros conseguiram negociar bandas mais largas (6%). Em 1993, tendo em vista pressões cambiais advindas de movimentos especulativos, as bandas de flutuação foram ampliadas a 15%.

Como forma de manter a estabilidade, houve o aumento da possibilidade de subvenção creditícia entre os países, principalmente entre aqueles com moeda forte e aqueles com moeda fraca. Assim, caso surgisse em um país alguma instabilidade cambial que ameaçasse o sistema, aquele país poderia receber suporte cambial, reestabelecendo a estabilidade. Além disso, outro instrumento adotado foi o controle cambial, limitando a liberdade de troca da moeda doméstica pela estrangeira. A partir de 1987, o controle cambial foi sendo gradativamente reduzido, consequência das mudanças no sistema monetário internacional (aumento dos fluxos de capitais e evolução dos instrumentos e mercados financeiros).

Podemos notar que se inicia um rompimento do SME. Os controles de capitais, que estavam gradativamente sendo reduzidos, deixavam as economias à mercê de ataques especulativos. O risco cambial existia claramente, apesar de o sistema ter provado várias vezes a sua eficácia - houve onze realinhamentos cambiais durante o período de vigência do SME (BAGUS, 2011, p. 41). Além disso, manter um sistema com diferentes moedas, mesmo que estáveis entre si, criava custos de transação.

Quanto aos riscos cambiais, pode-se dizer que o SME funcionara até então de forma eficiente (como amortecedor de choques) em virtude do próprio sistema monetário internacional, que estava vivenciando um período de estabilidade.

Em 1986, é aprovada a *Single European Act* (Ato Único Europeu), primeira importante revisão do Tratado de Roma. O Ato propunha o estabelecimento de uma moeda única, além de uma mudança no processo decisório da comunidade (nas áreas de política social, políticas ambientais, moeda e pesquisa científica), passando de voto unânime para voto majoritário. Ao mesmo tempo, iniciou-se o processo de retirada de barreiras comerciais, de capitais e de movimentos da força de trabalho, pressão claramente americana.

Logo em seguida, em 1989, o comitê da Comissão Europeia chefiado por Jacques Delors, conhecido como Relatório Delors, recomendou uma transição de três estágios, tendo como meta final a União Econômica e Monetária (UEM), onde as moedas nacionais seriam substituídas por uma moeda única.

É interessante destacar a posição do alto escalão do Bundesbank, que viam com maus olhos a adoção de uma moeda única. Claro exemplo desse estado de coisas era a postura do então presidente do banco, Karl Otto Pöhl, o qual defendia que a união monetária só poderia ocorrer após ou concomitante a uma união política (BAGUS, 2011, p. 35). Na tentativa de enterrar a ideia, Pöhl impõe uma condição aparentemente coercitiva: as bases ideológicas do banco central europeu deveriam ser espelhadas no ideário do banco alemão. Contudo, contra a previsão de Pöhl, o governo francês e as outras nações aceitam a exigência, trazendo ao banco central europeu a inspiração do modelo ordoliberal alemão¹.

I.6 – Tratado de Maastricht

O próximo passo dado foi em direção à aproximação política entre os países da comunidade. Em 1991 era ratificado o Tratado de Maastricht, baseado nos critérios de gradualismo e convergência. O tratado lançava as bases da União Europeia e doze anos depois esta se tornava realidade - 1º de janeiro de 1999 era formalizada a data de nascimento da moeda única.

A adoção de uma moeda única era creditada como essencial para o aumento da integração do mercado europeu, ao mesmo tempo tornando o bloco menos sujeito a crises, principalmente cambiais, já que a moeda única acabaria com a necessidade de realinhamentos monetários.

Além disso, a escola ordoliberal, alemã, até então ditara a linha ideológica a ser seguida, garantindo primeiramente os objetivos alemães. Com a criação de um banco central europeu, a influência do Bundesbank no escopo de regras do sistema iria ser reduzida, deixando os países

¹ “The German ordoliberal tradition is better known in the Anglo-Saxon world as the Freiburg School, or German neo-liberalism, or indeed as the theoretical foundation of the German social market economy. Its origins date back to the late 1920 / early 1930. Its foundation lies in the works of Walter Eucken, Franz Böhm, Alexander Rüstow, Wilhelm Röpke and Alfred Müller-Armack. These authors saw their work as providing a third way, a (neo-)liberal alternative to laissez faire liberalism and collective forms of political economy, ranging from Bismarckian paternalism to social-democratic ideas of social justice, from Keynesianism and Bolshevism. In the face of Weimar mass democracy, economic crisis and political turmoil, they advanced a programme of liberal-conservative transformation that focused on the strong state as the locus of social and economic order. The dictum that the free economy depends on the strong state is key to its theoretical stance.” (BONEFELD, 2013)

em pé de igualdade uns com os outros na tomada de decisões de política monetária (a princípio era esse o pensamento).

Como já explicitado acima, a escolha de uma moeda única em detrimento de um sistema de paridades cambiais mostrava as novas exigências que o sistema monetário internacional exigia. A liberalização dos fluxos de capitais junto com um sistema de cambio fixo denotava uma alta exposição aos fluxos desestabilizadores de capitais, cada vez mais intensos. Portanto, a moeda única se tornava a melhor opção como promotora da integração europeia ao mesmo tempo em que atuava como amortecedor (evolução do sistema de “serpente monetária”).

Dando continuidade ao Relatório Delors, o Tratado especificou o período de duração da segunda etapa, que seria de 1994 a 1998, na qual foi fundado o Instituto Monetário Europeu, antecessor do Banco Central Europeu. Ademais, os critérios de adequação para um país entrar na união monetária foram estipulados, os quais deveriam ser: a) as taxas de inflação dos países deveriam estar dentro de um limite máximo estipulado a partir da média das três menores inflações acrescido de 1,5 pontos percentuais; b) o déficit público dos países não poderia ser maior do que 3% do PIB; c) a dívida pública não poderia ser maior do que 60% do PIB; d) as taxas de juros possuíam um teto baseado na média das taxas de juros dos três governos com menores taxas, acrescido de dois pontos percentuais; e) os países deveriam integrar o SME por no mínimo dois anos, garantindo a estabilidade de suas respectivas moedas.

Apesar da tentativa alemã, não foi aprovado um sistema de sanções automáticas aos países que descumprissem as diretrizes do Tratado.

No início de janeiro de 1997, os parâmetros do BCE foram estipulados e um ano depois a entidade se tornava realidade.

A terceira etapa do Relatório Delors se inicia com a introdução do euro em 1º de janeiro de 1999, quando as taxas de cambio dos países subscritores foram fixadas permanentemente. Entre janeiro de 1999 e dezembro de 2001 a moeda euro somente existia na forma contábil e as moedas nacionais ainda circulavam. A partir de janeiro de 2002, três anos após a sua criação, o euro entrava em circulação em definitivo, extinguindo as antigas moedas. A zona do euro

original era composta por Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal (em 2001 a Grécia também ingressou na zona do euro).

O euro era visto pelos seus defensores como uma moeda estável, pois ela iria cumprir três condições essenciais à sua estabilidade: os critérios de convergência ratificados no Tratado de Maastricht; a característica de independência do BCE; sanções aplicáveis aos Estados descumpridores dos critérios de convergência (decisão essa tomada por voto majoritário).

Contudo, diferentemente da teoria, não foi visto durante o processo o cumprimento das condições. O Conselho da União Europeia ainda pode ratificar a entrada de novos membros, mesmo que esses não cumpram os critérios de convergência.

Aqueles critérios acordados deveriam ser garantidos pelos Estados signatários através do PEC (Pacto de Estabilidade e Crescimento), o qual possuía monitoramento feito pela Comissão da União Europeia. Caso a Comissão identificasse algum descumprimento do acordo, era encaminhado um relatório ao Conselho para as Questões Econômicas e Financeiras (EcoFin) ².

Devido às discordâncias internas a respeito do PEC, o mesmo foi cada vez mais perdendo significado e apoio institucional. Os políticos, no momento em que decidiam se o PEC fora ou não infringido, davam espaço para acordos entre si, a fim de que nenhum país fosse punido. No dia 20 de março de 2005 o PEC era instinto.

1.6.1. Estrutura legal do BCE

O BCE é formado tanto pelo BCE em si, como pelos bancos centrais nacionais dos países membros da união monetária (BCN). Juntos eles formam o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC); funcionam como braços de atuação do BCE nos seus respectivos países.

² O EcoFin lida com a coordenação política, monitoramento dos orçamentos e das finanças públicas dos países membros, mercado de capitais, mercado financeiro e julga se houve infração do PEC e, no caso de confirmação, as sanções a serem aplicadas (a decisão se dá por voto majoritário de dois terços dos ministros). Além dessas funções, o Conselho, em conjunto com o Parlamento Europeu, estipula o orçamento anual da União Europeia.

A estrutura institucional do BCE é baseada na Comissão Executiva e no Conselho do BCE. A Comissão é formada por um presidente, vice-presidente e quatro vogais³. Já o Conselho é formado pelos seis membros da Comissão mais os representantes dos bancos centrais dos países que compõe a união monetária.

O Conselho formula a política monetária, estabelecendo as taxas de juros, liquidez do sistema, reservas bancárias, visando o interesse da zona do euro como um todo; a Comissão implementa as decisões de política monetária, reportando aos bancos centrais nacionais, além de possuir grande influência no processo de tomada de decisão do Conselho. O esquema abaixo, inspirado de DE GRAUWE (2009, p. 177), explicita com eficiência a organização do BCE:

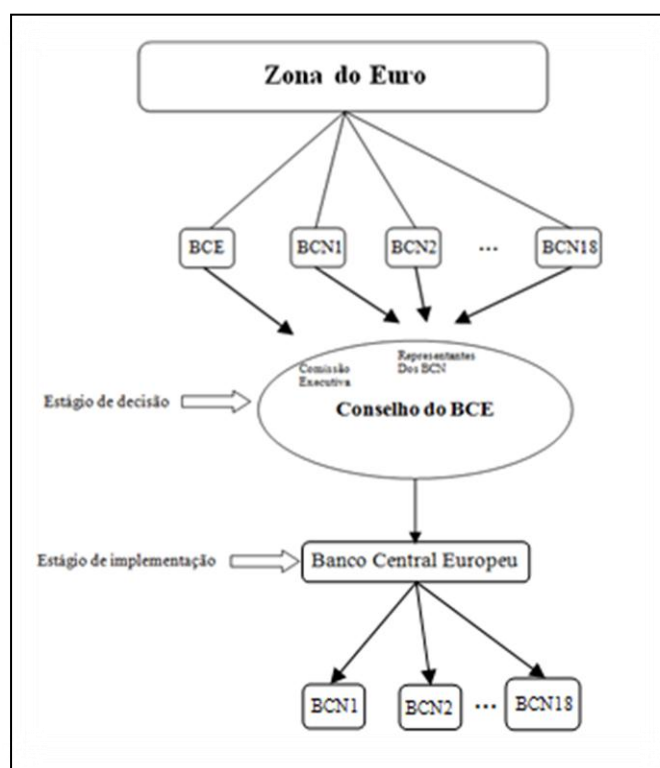


Figura 1 – Esquema Organizacional do BCE (Fonte: adaptado de De Grauwe, 2009)

³ Pessoa com direito a voto numa assembleia ou comissão

I.6.2. Relação entre o Banco Central Europeu (BCE) e o Bundesbank

A criação do BCE passou pela discussão a cerca do modelo de banco central a ser escolhido. A princípio, podem-se ser identificados dois modelos distintos: o modelo Anglo-francês e o modelo Alemão.

No modelo Anglo-francês, os objetivos do banco central envolvem a estabilidade de preços, estabilização do ciclo econômico (via políticas pró-cíclicas), a manutenção do emprego, estabilidade financeira. Nota-se que nesse modelo, a estabilidade de preços é somente um dos objetivos, não havendo prioridade de tratamento.

Na questão institucional, o modelo Anglo-francês submete o poder decisório do Banco Central, no tocante às políticas monetárias, ao governo, mais especificamente a um ministro, ou a um corpo legal. Há independência do banco central, porém existe uma conexão clara entre o órgão “Banco Central” e o governo.

Já no modelo Alemão, o objetivo primário do banco central é a estabilidade de preços⁴. Apesar de perseguir objetivos similares ao modelo Anglo-francês, aqueles são vistos como condicionados à estabilidade de preços, tornando-se secundários.

Durante as negociações do Tratado de Maastricht, como já exposto, a vontade dos países em avançar nos acordos, além da posição estratégica da Alemanha no locus europeu, culminou na aceitação do modelo alemão como base para o projeto do BCE.

O ideário alemão ordoliberal, que “doutrinou” eximamente o povo alemão a partir do fim da Segunda Guerra, defendia ferrenhamente a separação das finanças públicas e da política monetária, já que a “dominância fiscal” era tida como o causador dos movimentos inflacionários – a (hiper)inflação era algo que assombrava a mente do povo alemão, já que este vivera dois momentos históricos da mesma. A independência do Banco Central era entendida como o fator

⁴ Estabelecidas no Tratado de Maastricht, as funções do BCE podem ser genericamente definidas como protetor da moeda e garantidor da estabilidade de preços – diferentemente de política de estabilização (via ajuste fino e intervencionismo). Estabilidade de preços está diretamente associada com gerência inflacionária e não com estímulo ao crescimento e ao emprego.

chave para que a estabilidade de preços fosse mantida. A fim de frisar essa concepção, é válido destacar uma passagem do Artigo 107 do Tratado de Maastricht:

“When exercising the power and carrying out the tasks and duties conferred upon them by this Treaty (...) neither the ECB nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any Government of a Member State or from any other body.” (Tratado de Maastricht, Artigo 107)

Além de possuir grande influencia no bloco europeu (o marco alemão era uma moeda-âncora no SME), o Bundesbank representava o consenso ideológico da época, a partir da década de 1970⁵. Aquele consenso havia mudado da concepção keynesiana - crescimento econômico e baixo desemprego eram alcançados via políticas fiscais e monetárias expansionistas – para a concepção monetarista, na qual políticas expansionistas, visando o crescimento econômico e a redução do desemprego, criariam um viés inflacionário⁶. Liberalizando e flexibilizando o mercado, seria possível alcançar níveis menores de desemprego; ao Banco Central, cabia somente a manutenção da estabilidade de preços.

Ao mesmo tempo, a fim de garantir a autonomia do Banco Central, blindando-o de influências políticas, a independência do mesmo era vista como primordial.

Assim, o Bundesbank se tornava, na época, a instituição representativa no tocante ao paradigma monetarista. Portanto, não é de se espantar o desejo e a vontade dos países da União Europeia em importar para o seu *Banco Central supranacional* aquela *fórmula do sucesso*. É valido destacar que o BCE era institucionalmente mais *hard-nosed* (avesso à inflação) do que o Bundesbank, clara exigência alemã, já que abdicar da sua moeda estável e assumir uma moeda comum era assumir um risco inflacionário maior.

⁵ Criou-se uma mitologia em torno da política monetária seguida pelo Bundesbank, derivada das ideias dos economistas alemães, conhecida como a escola ordoliberal. Com o foco principal na estabilidade de preços, o Bundesbank buscou o desenvolvimento da economia alemã – no período antecessor da união monetária – segundo uma lógica mercantilista única. O desenvolvimento econômico se deu através do estímulo às exportações, estímulo este calcado na máxima “controle de preços” (herança dos tempos de hiperinflação alemã, criando um estigma em torno do tema), alta produtividade e salários administrados. Os trabalhadores alemães, mesmo sofrendo uma política de controle salarial (o governo alemão evitava conceder grandes aumentos salariais) obtiveram ganhos com o crescimento da produtividade, causado pela estabilidade de preços.

⁶ Tal questão é baseada no modelo Barro-Gordon, o qual será desenvolvido no Capítulo II deste trabalho.

Ao inspirar o ideário do BCE, o Bundesbank, a princípio, exporta aquela ideologia de *controle inflacionário acima de tudo*, sujeitando os países membros da união monetária europeia a um viés deflacionário, ou seja, contra o crescimento. No último capítulo, iremos discutir mais a fundo as causas e as consequências de tal escolha de política monetária.

A questão principal é que o modelo alemão somente funcionou com a Alemanha, pois o mercado, o povo alemão e as instituições alemãs eram singulares. O modelo mercantilista alemão antecessor à união monetária europeia dependia dos outros países agindo de forma distinta. Aquele modelo de desenvolvimento baseado no superávit comercial trazia à Alemanha o crescimento econômico porque provocava déficits aos outros países parceiros comerciais. No momento em que o modelo é exportado, englobando todos os países da União Europeia, surge um grave problema econômico-estrutural. Segundo J. Bibow:

“The problem for the ECB arising from these confusions and illusions is that the ECB is operating within a policy regime that is utterly dysfunctional for Europe as a whole.”
(BIBOW, 2013, p. 618)

I.6.3 - ECB: guerreiro contra a inflação

Como dito anteriormente, o ECB é conhecido pela sua forte aversão à inflação, delegando a segundo plano outros objetivos de política monetária. Isso pode ser notado através de uma análise temporal do comportamento do ECB.

Abaixo iremos comparar a postura de política monetária do BCE e do FED (Banco Central Americano). Os eixos verticais representam o hiato do produto e a taxa de juros.

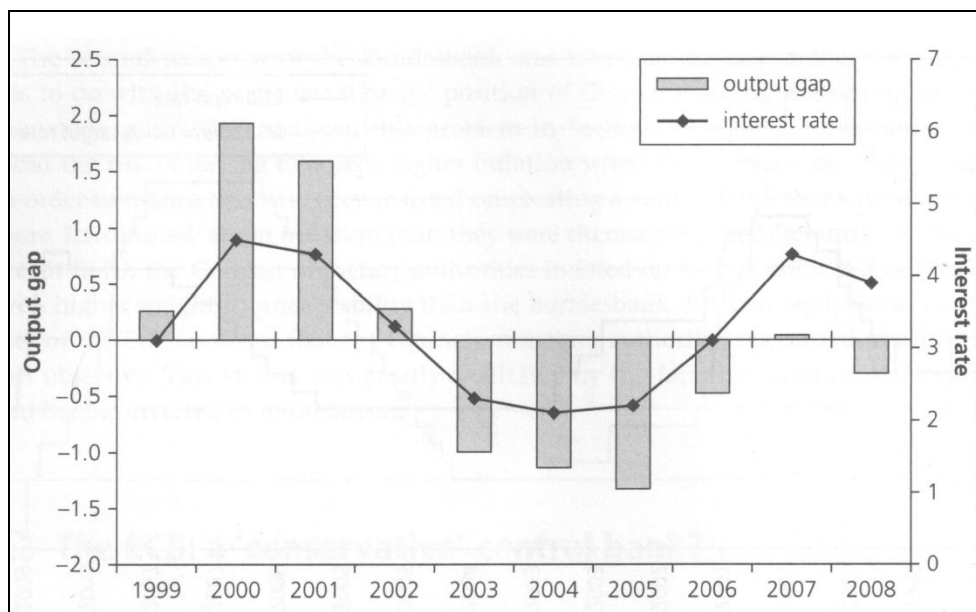


Figura 2 – Taxa de juros e produto (BCE)
(Fonte: De Grauwe, 2009)

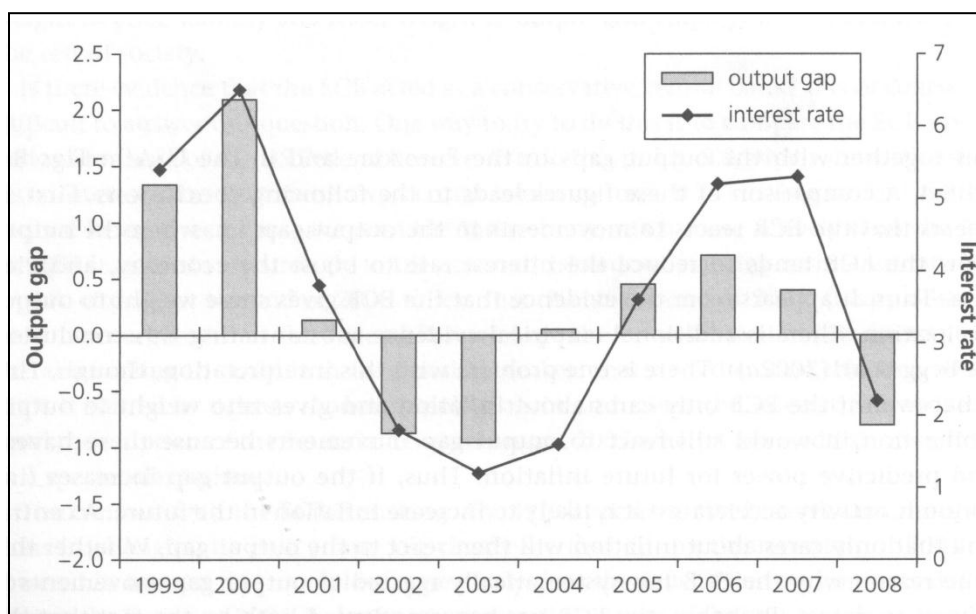


Figura 3 – Taxa de juros e produto (FED)
(Fonte: De Grauwe, 2009)

Podemos notar claramente que há um peso distinto dado à taxa de juros como ferramenta de controle de preços entre as duas zonas econômicas.

Em ambas as situações, quando o produto sofre uma retração, a resposta se dá via redução da taxa de juros. O contrário ocorre, no caso de um aumento do produto, quando possivelmente surgem pressões inflacionárias. Contudo, o ECB claramente computa mais peso para a estabilização do produto do que o FED, como observado pelas reações da autoridade monetária no gráfico. O ECB não se preocupa **unicamente** com a estabilidade de preços, já que os movimentos do produto são um ótimo indicador de tendências inflacionárias futuras, mas é uma característica marcante de tal instituição.

A diferença entre os movimentos da taxa de juros entre as duas autoridades monetárias é evidente; a linha referente às taxas de juros adotadas é mais estável no caso de BCE do que no caso dos EUA. A reação do ECB quanto aos movimentos do produto é mais cautelosa⁷ (estratégia *wait and see*).

Podemos observar que tal postura do BCE foi crucial no aprofundamento da crise de 2008. Na tentativa de garantir a estabilidade da moeda durante a crise, o BCE manteve a sua política restritiva, impactando mais ainda no choque de renda negativo da crise.

Tal posição da teoria cartalista será explorada com mais detalhes nos capítulos 3 e 4.

I.6.4 - Análise da independência do BCE

Pelo princípio democrático, as instituições possuem o dever de responder às decisões que tomam. Um mecanismo de supervisão deve existir para que sejam analisados se aquelas ações promoveram de fato o objetivo inicial desejado. Portanto, as instituições devem ser responsáveis pelos sucessos e, principalmente, pelos erros provocados por decisões tomadas.

⁷ Através da Teoria Cartalista da Moeda, a posição monetária restritiva do BCE pode ser justificada pela falta de confiança que os agentes possuem no euro.

No processo eleitoral, os cidadãos elegem os seus representantes, que responderão pelos seus atos como figuras públicas. Da mesma forma, as instituições são criadas para dar suporte ao sistema como um todo, baseadas em uma cartilha com os objetivos a serem perseguidos e os meios pelos quais aqueles objetivos serão alcançados. No caso do corpo político, este delega às instituições o poder de decisão sobre certas áreas. Assim, como entre os cidadãos e os políticos, agora as instituições serão avaliadas (responsabilidade sobre as ações tomadas) pelos políticos, que as delegaram aquele poder. Ou seja, democraticamente falando, a instituição só será independente se for responsável sobre os seus atos. Se não o for, o controle sobre aquela instituição será necessário (perda de independência).

Além disso, o nível de independência é diretamente proporcional ao nível de responsabilidade. Se o governo decide diretamente a taxa de juros a ser perseguida (não há independência), através do Banco Central, não haverá responsabilidade direta sobre aquela instituição. O mesmo se aplica no sentido contrário. Segundo Paul De Grauwe:

“The reason is that the government maintains its full accountability to voters, and therefore cannot afford to delegate power without maintaining control over the use of this power. Thus independence and accountability are part of the same process of delegation.” (DE GRAUWE, 2009, p. 172)

Ou seja, a ação de delegar poder cria dois efeitos sobre aquela entidade: institui a sua liberdade política na tomada de decisões, porém, simultaneamente, instaura sobre ela o dever de responder sobre aquelas decisões; é uma **via de mão dupla**.

Como já explicitado, o Tratado de Maastricht definiu o objetivo primordial do BCE como sendo a manutenção da estabilidade de preços. Contudo, os outros objetivos (garantida a estabilidade de preços) foram tratados de forma vaga, não sendo definidos claramente. No fim, a estabilidade monetária se tornou o único objetivo concreto definido, dando margem ao BCE para atuar de forma ampla, já que o contrato institucional não definia explicitamente todas as suas atribuições legais.

No caso do FED, os meios pelos quais os objetivos serão alcançados são explicitamente definidos na legislação. Assim, por exemplo, manter o nível de emprego estável e/ou administrar os instrumentos monetários a fim de equilibra-lo (dados o nível de atividade, performances

setoriais, etc.) é uma atribuição legal do FED, e ele responderá pelos resultados das políticas assumidas. Ou seja, o campo de responsabilidades é maior do que no caso do BCE.

Uma forma de driblar essa falta de responsabilidade legal, segundo De Grauwe, seria o BCE declarar mais transparência aos objetivos, principalmente os secundários, a serem perseguidos (estabilidade financeira, nível de emprego, etc.) e os meios a fim de alcançá-los. Além disso, publicar as minutas das reuniões do Conselho poderia ser visto como um sinal de boa vontade da entidade para com a população, comprometendo as suas tomadas de decisão ao julgo dos cidadãos europeus; o próprio Tratado abrangia essa possibilidade no artigo 10.4:

“The proceedings of the meetings shall be confidential. The Governing Council may decide to make the outcome of its deliberations public.” (Tratado de Maastricht, artigo 10.4)

Todavia tal atitude não figura a realidade do BCE, sendo motivo de crítica e oposição.

I.7 - Conclusão

O processo que culminou na criação da União Monetária Europeia iniciou-se com um projeto de união produtiva de carvão e aço e acabou na formação de um bloco europeu caracterizado por uma política econômica convergente e moeda unificada.

Contudo, o projeto europeu sofreu e sofre de um sério problema: a falta de convergência política, ou melhor, a inexistência de um Estado europeu único sobre os países da Zona do Euro. A política monetária não pode ser desvinculada do Estado.

Os critérios estipulados no Tratado de Maastricht e a característica austera de política monetária por parte do BCE podem ser vistos como uma forma achada pelos idealizadores do euro de criar uma moeda forte e estável; uma moeda verdadeiramente internacional. Porém, como veremos, tais características não são a chave para se obter uma moeda estável e confiável.

O ponto crucial aqui salientado é que a moeda só possuirá valor se houver um Estado garantidor de tal moeda. A moeda é criatura do Estado soberano, e sem ele, ela estará em dissonância com o seu valor e com a sua estabilidade.

CAPÍTULO II – TEORIA DA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA

II.1 - Introdução

A Teoria da Área Monetária Ótima apresenta uma análise fundamentalmente macroeconômica acerca dos efeitos de uma união monetária. Se a balança entre os benefícios e os custos tende para o lado negativo, aquela união não poderá ser considerada uma área monetária ótima⁸.

Segundo a visão de Robert Mundell, a área monetária ótima é uma região geográfica que engloba dois ou mais países, os quais abdicaram de suas moedas e de suas políticas monetárias em favor de uma união monetária (moeda única) estável entre si. A teoria gravita em torno dos custos e benefícios de tal união, custos estes derivados da perda da autoridade monetária pelos países. Por outro lado, os benefícios podem ser listados como: redução de custos transacionais entre os dois países, aumento do comércio e eliminação do risco cambial intra-união.

Se determinada área não cumprir certas premissas, a mesma não será considerada uma área monetária ótima, sendo ineficiente como promulgadora do desenvolvimento econômico. Tais premissas podem ser compreendidas como a necessidade de haver salários flexíveis e a mobilidade do fator trabalho.

Contudo, outras características podem garantir o bom funcionamento da união, como mecanismos de transferência de renda e flexibilidade dos mercados de capitais.

Ademais, diferenças na condução de política monetária e diferentes taxas de crescimento do produto ex-ante unificação, possuem alto potencial de impacto no bom funcionamento de uma união monetária, sendo importantes pontos a serem avaliados pela teoria.

A análise começará pelo estudo dos desdobramentos macroeconômicos de uma união monetária. Em seguida, críticas pontuais serão apresentadas, além de considerações finais.

⁸ A Teoria da Área Monetária Ótima serviu de base teórica para a criação da União Monetária Europeia.

II.2 - Choques de demanda

Iniciaremos o estudo da teoria através de um caso hipotético, ajudando-nos na construção do ideário de Mundell. Tal caso pode ser assim descrito: os consumidores de um país mudam as suas preferências de consumo para outro país.

II.2.1 - União Monetária

Consumidores do *país A* irão redirecionar parte da sua demanda para bens do *país B*, caracterizando tal situação como um choque assimétrico de demanda. Tal choque ocorre em ambiente de união monetária entre os dois países; ambos abdicaram de suas respectivas autoridades monetárias e moedas, e assumiram uma moeda comum.

O gráfico abaixo representa a oferta e demanda agregadas de uma economia. A curva de demanda possui uma inclinação negativa, já que quando o nível de preços da produção aumenta, o nível de demanda agregada se reduz. Já na curva de oferta, quando o nível de preços da produção aumenta, as firmas ofertantes irão aumentar a sua oferta em virtude da busca por maior remuneração, considerando constantes os salários e os insumos (se considerássemos esses custos variáveis, a curva de oferta iria ser afetada).

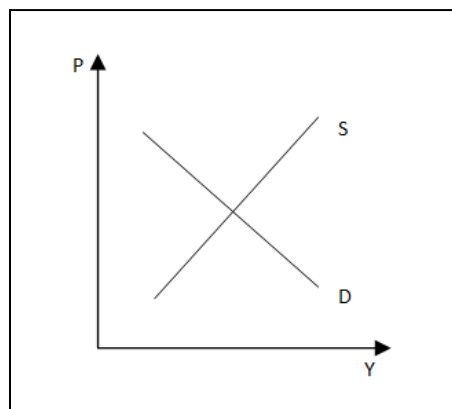


Figura 4 – Interação entre oferta e demanda

(Fonte: adaptado de De Grauwe, 2009)

Ao preferirem produtos do *país B* em detrimento de produtos do *país A* - premissa adotada inicialmente por Mundell (MUNDELL, 1961) aqui adaptada sem perder a essência -, a demanda agregada por produtos do *país A* cai ao mesmo tempo em que a demanda agregada por

produtos do *país B* aumenta. Esse movimento irá impactar no nível de emprego das duas economias. No *país A*, com a queda do produto, e consequentemente da renda, a taxa de desemprego irá se elevar. Ao mesmo tempo, no *país B*, com o aumento do produto, e consequentemente da renda, a taxa de desemprego irá se reduzir, além de criar pressões alistas no nível de preços.

A grande questão a ser inferida é se esse desequilíbrio (assumimos um choque permanente) é passível de ajuste. Ou melhor, a pergunta que surge é se há algum mecanismo de ajuste automático capaz de reverter o choque ocorrido.

A resposta é positiva. Existem dois mecanismos de ajustamento que irão reconduzir essas duas economias ao equilíbrio.

O primeiro mecanismo é baseado na flexibilidade dos salários. Considerando que os salários são flexíveis em ambos os países, os trabalhadores desempregados do *país A* irão reduzir o nível de salário exigido para trocar trabalho por lazer. Isso fará com que a curva de oferta se desloque para a direita, mostrando um aumento da oferta em virtude da redução dos custos de produção (salários mais baixos reduzem o custo de produção). Esse movimento tornará os produtos do *país A* mais competitivos, estimulando a demanda, e recolocando a economia do *país A* em um novo ponto de equilíbrio.

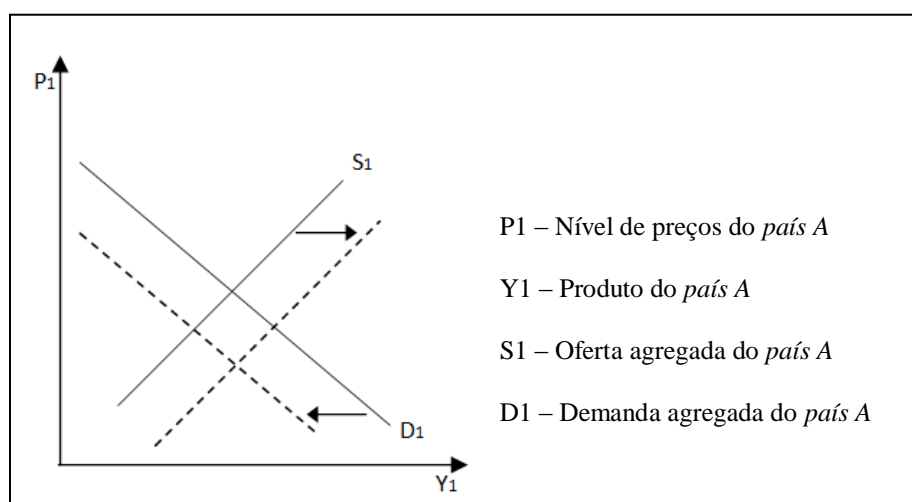


Figura 5 – Mecanismo de Ajuste (Fonte: adaptado de De Grauwe, 2009)

Já no *país B*, a redução da taxa de desemprego aumentará o poder de barganha dos trabalhadores e sindicatos, os quais buscarão um nível salarial maior, pressionando o nível de preços para cima, promovendo o aumento dos custos de produção - os salários constituem uma parcela importante dos custos. Destarte, a curva de oferta se deslocará para a esquerda, mostrando a causalidade entre o aumento dos custos de produção e a redução da oferta agregada. Esse movimento fará com que os produtos do *país B* percam competitividade com relação aos produtos do *país A*, trazendo a economia do *país B* a um novo ponto de equilíbrio.

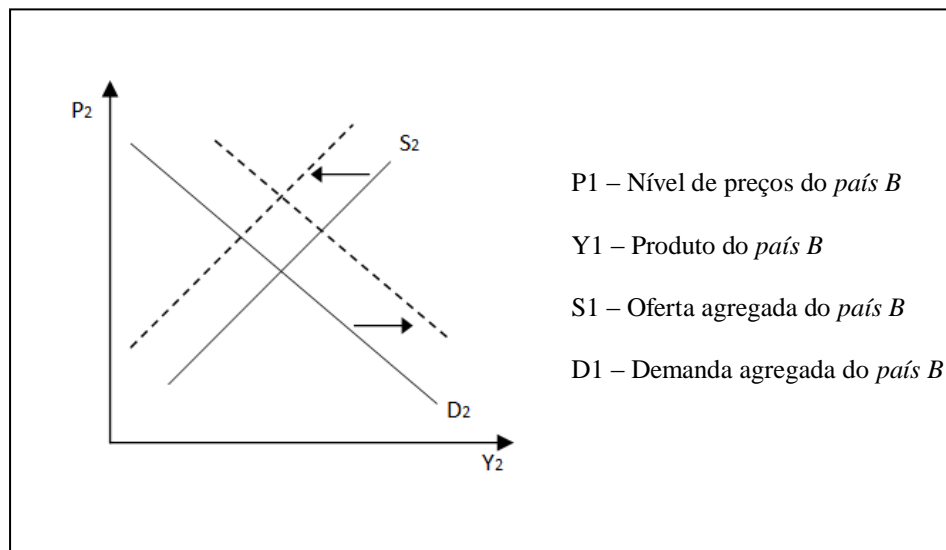


Figura 6 – Mecanismo de Ajuste (Fonte: adaptado de De Grauwe, 2009)

O segundo mecanismo envolve a mobilidade do trabalho. A possibilidade de migração dos trabalhadores entre os países, em virtude de uma maior demanda por trabalho, irá eliminar a necessidade de queda dos salários no *país A* e aumento dos salários no *país B*.

Através desses dois mecanismos notamos que se os salários são flexíveis e/ou a mobilidade do trabalho entre os dois países é alta o suficiente, o ajustamento irá ocorrer normalmente. Contudo, se essas condições não forem cumpridas, o mecanismo de ajustamento será prejudicado, e os desequilíbrios se perpetuarão.

A questão a ser feita agora é o que ocorreria se os países em questão não formassem uma união monetária. Estudando os dois cenários, é possível efetuar uma comparação dos custos e benefícios, ou seja, se aquela área monetária é viável (área monetária ótima).

II.2.2 - Independência monetária

No caso dos países não formarem uma união monetária, os seus respectivos instrumentos de política monetária estarão à disposição deles. Primeiramente iremos analisar o caso de um país com regime de câmbio flutuante. Em seguida, introduziremos o caso de um país com regime de câmbio fixo ou lastreado em outra moeda.

No caso de um regime de câmbio flutuante, o país que sofresse um choque de demanda negativo (no exemplo, *país A*) iria reduzir a sua taxa de juros, estimulando a economia, enquanto o país que sofresse um choque de demanda positivo (no exemplo, *país B*) iria elevar a taxa de juros, reduzindo a atividade da economia, e consequentemente estabilizando o nível de preços. Notamos ainda que a redução da taxa de juros do *país A* irá desvalorizar a sua moeda, tornando os produtos do *país A* mais competitivos em comparação aos produtos do *país B*. Junto a isso, a elevação da taxa de juros do *país B* irá valorizar a sua moeda, tornando os seus produtos menos competitivos em relação aos produtos do *país A*. O resultado final da política monetária será um aumento da demanda agregada no *país A* e uma redução da demanda agregada no *país B*, voltando ao ponto de equilíbrio.

Já no caso de um regime de câmbio fixo ou lastreado em outra moeda, o *país A* poderia desvalorizar a sua moeda contra a moeda do *país B*, aumentando a competitividade relativa aos produtos do *país B*, restaurando a demanda e a renda.

Podemos notar que os custos de se abdicar do instrumento de ajuste acima descrito podem ser proibitivos. Além disso, esses podem ser maiores ou menores dependendo da eficiência e ou da velocidade de ajustamento, através daquelas condições já descritas (flexibilidade dos salários e mobilidade do fator de produção trabalho). No exemplo, o *país A* necessitaria de lidar temporariamente com um custo deflacionário, enquanto o *país B* teria que lidar com um custo inflacionário. Quanto menos eficiente for o mecanismo de ajuste, menor será

o bem estar dos agentes dos países que compõe a união monetária. No limite, se não houver aquelas condições, os custos serão extremamente altos, ou seja, proibitivos.

A seguir, iremos debater sobre a possibilidade de se reduzir aquele impacto no bem estar da população, tornando menos custoso o processo de ajustamento em uma união monetária.

II.3 - Suavizadores de choques

Os custos de uma união monetária podem ser reduzidos ao se aplicarem mecanismos que aliviem os impactos negativos dos choques na população afetada. Esses mecanismos podem ser classificados como transferidores de renda entre países que formam uma união monetária. Se a renda fosse direcionada do *país B* para o *país A*, os efeitos negativos do mecanismo de ajustamento seriam reduzidos.

Contudo, devemos ter em mente que esse amortecedor não deve interferir no mecanismo de ajustamento, afetando a flexibilidade salarial e/ou a mobilidade do trabalho. Isso pode ocorrer se as transferências se tornem permanentes (mantendo o desequilíbrio entre os países), consequência do *risco moral* implícito nesse tipo de mecanismo.

O *risco moral* é menos importante no caso de um choque assimétrico temporário – choques dessincronizados. No caso de choques permanentes, a situação pode se tornar altamente desestabilizadora.

Os suavizadores de choques podem surgir da esfera pública ou da esfera privada.

No caso de uma união monetária, as transferências de renda se darão diretamente através de um sistema orçamentário unificado e centralizado, no qual o déficit orçamentário do *país A* (causado pela redução da arrecadação de impostos e aumento dos gastos com seguridade social) será contrabalançado pelo superávit orçamentário do *país B* (aumento da arrecadação de impostos e redução dos gastos com seguridade social). Essa transferência ocorrerá de forma automática. Esse sistema de compensações pode ocorrer de forma análoga, no caso de um choque de demanda a favor do *país A* e contra o *país B*. Contudo, a união orçamentária somente

poderá ocorrer através de uma união política, que, a princípio, não faz parte do escopo da união monetária.

O segundo cenário pode ser entendido como uma união monetária em que o orçamento não é centralizado/unificado. Assim, segundo o nosso exemplo, no caso de um choque de demanda na economia do *país A*, o aumento do desemprego irá gerar um maior déficit orçamentário do governo daquele país (aumento dos gastos em seguro desemprego e benefícios afins, e redução da arrecadação via redução da produção e renda), acarretando um aumento da dívida pública. Tal política fiscal anticíclica é de suma importância na manutenção dos níveis de renda. Simultaneamente, o oposto ocorre na economia do *país B*; aumento da arrecadação e redução dos gastos sociais via redução da taxa de desemprego gera uma redução do déficit orçamentário, possivelmente reduzindo a dívida pública.

Um ponto negativo desse mecanismo governamental “natural” surge no caso de constantes déficits orçamentários de uma nação. Nesse caso, o mecanismo de ajustamento não poderá ser utilizado, e se utilizado, incorrerá em grandes custos futuros à estabilidade econômica. Em face de um choque assimétrico, países com uma dívida pública alta não poderão estar sujeitos a um aumento do déficit público tão facilmente. Contudo, um ponto positivo é que, nesse esquema, o risco moral se torna muito menor, em comparação com o primeiro cenário.

Podemos concluir que políticas fiscais podem promover um mecanismo de suavização dos choques, porém nem sempre estarão disponíveis como opção a ser utilizada.

Já na esfera privada, os mecanismos suavizadores de choques podem atuar através do mercado financeiro – considerando, *a priori*, que os mercados financeiros dos países que formam a união são completamente integrados, juntamente com o sistema bancário.

Assim, considerando que os residentes do *país A* (entidades físicas e jurídicas) possuem em carteira ações de empresas do *país B*, e residentes do *país B* (entidades físicas e jurídicas) possuem em carteira ações de empresas do *país A*, um choque de demanda irá provocar uma desvalorização dos papéis de empresas do *país A* (queda da produção e receita) e valorização dos papéis de empresas do *país B* (aumento da produção e receita). O efeito conjunto dessas

flutuações irá de certa forma dividir os efeitos negativos do choque entre as duas economias; irá ocorrer o amortecimento do choque, distribuído entre os dois Estados.

O mesmo ocorre no mercado de títulos. Com a queda da produção das empresas do *país A*, e possível quebra de algumas empresas, os títulos do *país A* perdem valor. O mesmo ocorre de forma inversa com os títulos do *país B* - há elevação do valor desses títulos. Assim, como no mercado de ações, os impactos do choque são equalizados entre os países através da redistribuição da riqueza (DE GRAUWE, 2009, p.12-13).

Todavia, podemos claramente notar um efeito negativo sobre a sociedade no tocante à distribuição de renda. A população que carrega em carteira participações acionárias (ações) e títulos constitui uma parcela pequena da grande maioria da população, a qual grande parte da sua renda é constituída da remuneração pela venda do fator de produção trabalho e que não tem acesso a esse tipo de produto financeiro. Ou seja, as transferências de renda e riqueza serão direcionadas a uma parcela pequena da população.

Resumindo, esses mecanismos suavizadores de choques serão válidos na redução dos impactos no bem-estar da população, contudo não substituem a necessidade de ajustamento, ainda mais em choques assimétricos permanentes, os quais poderão causar desequilíbrios mais acentuados na economia (a questão do risco moral). Todavia, se os países se defrontarem com baixa flexibilidade salarial e baixa mobilidade do trabalho concomitante a uma falta de mecanismos suavizadores de choques, os custos da união monetária serão proibitivos.

II.4 - Diferentes preferências dos países em relação à inflação e desemprego

Países diferem entre si na questão da preferência pela inflação. Tendo em vista as diferentes características histórico-estruturais de certa economia, podemos notar a clara diferença entre as taxas de inflação a serem perseguidas por cada Governo em particular.

Considerando dois países, A e B, suas preferências entre inflação e desemprego (Curva de Phillips) são representadas pelo gráfico abaixo. O eixo vertical é representado por \dot{w}_a e \dot{w}_b

(taxa de crescimento dos salários). Já o eixo horizontal, é representado, à esquerda por \dot{p}_a e \dot{p}_b (taxa de inflação) e u (taxa de desemprego).

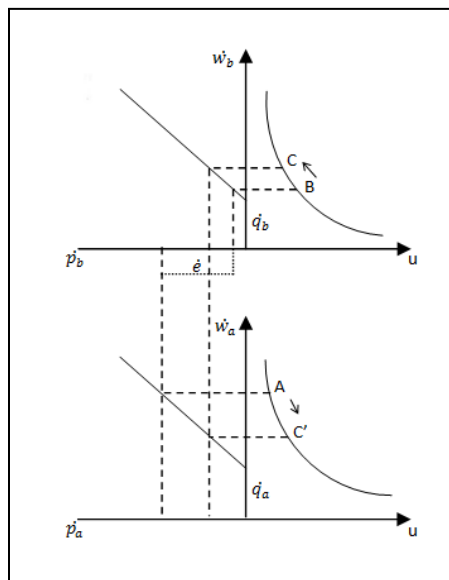


Figura 7 – Curvas de Phillips em uma União Monetária (Fonte: adaptado de De Grauwe, 2009).

No quadrante esquerdo é representada a relação entre variação salarial e inflação, a qual pode ser equacionada da seguinte forma:

$$\dot{p}_a = \dot{w}_a - \dot{q}_a(1)$$

e

$$\dot{p}_b = \dot{w}_b - \dot{q}_b(2)$$

Onde \dot{q}_a e \dot{q}_b são as taxas de crescimento da produtividade do trabalho dos respectivos países.

As duas equações podem ser interpretadas através de um exemplo: se os salários crescem a uma taxa de 5% e a produtividade do trabalho a uma taxa de 3%, a taxa de crescimento dos preços que mantém a parcela dos lucros em relação ao valor adicionado (produto) estável será de

2%. Ou seja, as duas equações podem ser consideradas como a taxa de variação dos salários que mantém os lucros inalterados (como porcentagem do produto).

Tomando a noção de paridade do poder de compra (PPC) ⁹ para a nossa análise, temos:

$$\dot{e} = \dot{p}_a - \dot{p}_b \quad (3)$$

Onde \dot{e} é a taxa de depreciação da moeda do país A em relação à moeda do país B.

Em uma união monetária, \dot{e} deverá ser zero (ponto de equilíbrio), já que uma única moeda será instituída entre os países (DE GRAUWE, 2009, p. 15). Além disso, no momento em que as moedas nacionais são abandonadas em relação à moeda comum, as taxas de inflação deverão se ajustar, obrigatoriamente convergindo, evitando assim futuros desequilíbrios de balança de pagamento tendo em vista a perda de competitividade dos produtos *vis a vis* os produtos da outra economia, menos inflacionada.

A questão se torna mais complexa, quando percebemos que as duas economias irão preferir pontos na curva de Phillips distintos. Assim, como já explicitado anteriormente, se torna insustentável a manutenção dessas preferências em um caso de união monetária. Portanto, segundo o nosso exemplo, o *país A* terá que assumir um ponto na curva de Phillips mais acima daquele desejado (mais inflação e menos desemprego). Já o *país B*, terá que assumir um ponto na curva de Phillips abaixo daquele desejado (menos inflação e mais desemprego).

Essa análise sofreu críticas, principalmente de Friedman (1968) e Phelps (1968), os quais divergiram da ideia de a curva de Phillips ser estável, sendo na realidade impactada pelas expectativas de inflação. Além disso, no longo prazo, a curva de Phillips se tornaria vertical, não havendo a possibilidade de escolha entre inflação e desemprego por parte das autoridades.

⁹ Segundo a teoria da paridade do poder de compra, a taxa de câmbio entre as moedas de dois países é igual à razão entre os níveis de preços dos países. (*Economia Internacional*, Krugman e Obstfeld, 2009)
O diferencial de preços uma cesta de mercadorias em dois países refletirá na taxa de câmbio entre esses dois países. Se ambos realizam uma união monetária entre si, a taxa de câmbio deverá ser igual entre eles e as taxas de inflação deverão convergir.

II.5 - Diferenças entre as taxas de crescimento do PIB

As diferenças entre as taxas de crescimento do PIB entre países que formam uma união monetária podem ser altos potenciais de instabilidade. Se o país A cresce a taxas maiores do que o país B, as importações do país A vindas do país B serão maiores do que as importações do país B vindas do país A, considerando a elasticidade-renda das importações de A em relação a B igual a 1 e a elasticidade-renda das importações de B em relação a A igual a 1. Essa diferença irá criar um problema na balança de pagamentos do país que cresce a taxas maiores, no caso A.

A fim de evitar esse desequilíbrio, o país A deverá aumentar a competitividade dos seus produtos em relação à B. Isso só será possível se A alcançar uma taxa de inflação menor em relação à taxa de inflação de B, já que a depreciação da moeda em uma união monetária não é possível. Isso significará que A deverá procurar uma política de controle de preços, podendo ser interpretada como uma política deflacionária. Assim, podemos notar que uma união monetária irá acarretar altos custos para uma economia com taxas de crescimento mais altas.

II.6 - Críticas à Teoria da Área Monetária Ótima

Assim como qualquer teoria, a Teoria da Área Monetária Ótima sofreu críticas. As críticas se opuseram a algumas das principais constatações de Mundell a cerca do processo. Podemos evidenciar a linha crítica, segundo a seguinte estrutura: a frequência dos choques assimétricos tende a cair conforme a integração monetária avança; a perda da autonomia sobre Política Monetária pode não ser tão custosa em relação à autonomia de política, defendida por Mundell; no longo prazo, a Curva de Phillips se torna vertical, não havendo a possibilidade de escolha entre inflação e desemprego, já que a taxa de desemprego será a natural; o diferencial de inflação entre os países que formam uma união monetária não é necessariamente um sinal de problemas estruturais.

Todos os pontos acima descritos como fundadores da crítica à Teoria da Área Monetária Ótima serão a seguir desvendados.

II.6.1 - Choques assimétricos em uma união monetária

A teoria de Mundell foi estruturada a partir da análise do comportamento de dois países, que participam de uma união monetária, ao sofrerem um choque assimétrico de demanda. Porém, a ocorrência de choques assimétricos de demanda foi questionada, como sendo um evento não muito frequente em um ambiente de união monetária. No bojo dessa discussão, surgiram duas visões com relação à frequência potencial dos choques: a visão da Comissão Europeia e a visão defendida por Paul Krugman.

Na visão da Comissão Europeia, choques assimétricos de demanda irão ocorrer com menos frequência quanto maior for a integração comercial entre os países da união monetária. Ou seja, haverá menos choques entre os países de uma união monetária do que se não formasse união alguma.

O ponto de vista é explicado através das trocas intra-indústrias. Grande parcela das trocas ocorridas entre as economias europeias são trocas intra-indústrias, havendo economias de escala e competição imperfeita (diferenciação entre os produtos). Sendo assim, países compram e vendem mercadorias entre si da mesma categoria, carros por exemplo. Portanto, choques de demanda irão afetar as economias da mesma forma; a demanda agregada dos dois países irá sofrer negativamente.

Quando os países formam uma união monetária, barreiras comerciais são reduzidas ou eliminadas, fazendo com que a integração comercial se torne mais intensa. Assim, os choques de demanda ocorrerão de forma mais simétrica entre os Estados.

Já na visão de Krugman (1991), quanto maior for a integração comercial, maior será a concentração industrial, resultado de economias de escala. A argumentação básica é a seguinte: quando as barreiras comerciais são extinguidas (em uma integração monetária), as economias de escala daquela indústria irá levar a uma concentração regional da produção.

Assim, certas indústrias podem se concentrar em países em que economias de escala serão maiores, fazendo com que essa concentração se torne o problema chave na questão de choques assimétricos. Isso porque um choque específico em um setor poderá se transformar em

um choque específico em um país, já que aquele país em questão poderá, com a maior integração comercial, ter concentrado atividades as quais ele possuía vantagens (economias de escala). É evidente, segundo essa visão, que quanto maior for a integração comercial, advinda de uma união monetária, maior será o potencial de ocorrência de choques assimétricos entre os países que a compõe; menor será a simetria entre esses países.

As duas visões fomentaram uma discussão sobre o potencial de uma união monetária. Porém, a visão da Comissão Europeia ganhou maior aceitação.

Conforme a integração monetária e consequente integração comercial se aprofundam, menos importantes serão as fronteiras entre os países (no sentido econômico), já que setores industriais específicos poderão se localizar entre as fronteiras de países. Assim, choques tenderão a afetar ambas as economias.

Portanto a teoria apontou que quanto maior for a integração econômica (iniciada com a união monetária), maior será a simetria entre os países, e menores serão as ocorrências de choques assimétricos.

O embasamento teórico é essencial, contudo evidências empíricas possuem importância ímpar em uma formulação teórica.

Em Rose (2000), Rose e van Wincoop (2001) e Glick e Rose (2002), chegaram a conclusão, através de um modelo econométrico que levou em conta, de que vários países que participam de união monetária dobram, na média, os fluxos comerciais entre si. Posteriormente, surgiram críticas a esse resultado, por exemplo em Persson (2001) e Baldwin (2006), e De Nardis e Vicarelli (2003). Esses estudos chegaram à conclusão que o estudo possuía um viés altista, ou seja, superestimando os efeitos positivos de uma integração monetária nos fluxos de comércio (entre 5% e 20% de aumento). Mesmo assim, é um nível considerável.

Esse efeito positivo pode ser explicado não só pela moeda única, mas também pela integração do sistema de pagamentos e sistema bancário, além do mercado financeiro, os quais reduzem custos de transação e comércio.

Outros estudos empíricos mostraram a relação entre integração comercial e ocorrência de choques assimétricos, como por exemplo, o estudo de Artis e Zhang (1995), que mostrou que durante as décadas de 1980 e 1990, alguns países europeus aumentaram os seus laços comerciais, desencadeando um maior alinhamento dos ciclos econômicos entre eles. Assim o estudo pode mostrar uma relação positiva entre integração econômica e simetria.

Além desses estudos, ainda podemos evidenciar a questão dos serviços na estrutura das economias modernas. Atualmente, o setor de serviços corresponde a 70% do PIB (média aproximada dos países europeus), corresponde a uma atividade que não é afetada por economias de escala como a atividade industrial. Ao mesmo tempo, cada vez mais o setor de serviços aumenta a sua participação no produto das economias. Assim, a integração econômica possui um potencial consideravelmente menor de causar concentração regional.

Podemos concluir que o desenrolar do processo de união monetária cria uma dinâmica comercial mais intensa e que promove uma maior simetria econômica entre os Estados (sincronismo dos ciclos econômicos).

II.6.2 - Eficiência da política monetária

O custo de se abdicar da autoridade monetária está relacionado com a perda do poder decisório sobre a política monetária. O objetivo dessa seção, a fim de complementar o nosso estudo sobre união monetária, é analisar se há ou não impactos negativos e quais são os possíveis efeitos, no tocante à perda dos instrumentos monetários. Abordado de outra forma, os governos realmente perderão capacidade de estabilizar as suas economias ao perder a liberdade sobre os instrumentos monetários?

Dois cenários distintos serão apresentados a seguir, com o intuito de tornar a nossa análise a mais completa possível: um choque de demanda assimétrico permanente (em virtude da mudança de preferência dos consumidores de bens de um país para outro) e um choque de demanda assimétrico temporário (ciclos econômicos que afetam os países de forma dessincronizada), cada um nos dois casos possíveis: o primeiro caso em que dois países possuem

autoridade monetária e o segundo caso em que dois países formaram uma união monetária – a saber, *país A* e *país B*.

Primeiramente, será avaliada a eficiência da política monetária dos choques em uma economia a qual possui liberdade de instrumentos monetários (possuidora de moeda própria). A seguir, será avaliada a eficiência daqueles instrumentos no caso de uma união monetária.

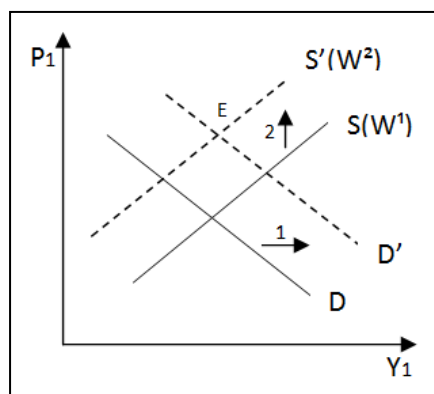


Figura 8 – Ajuste provocado pela Política Monetária (adaptado de De Grauwe, 2009)

$S'(W^2)$ e $S(W^1)$ representam a oferta agregada da economia do *país A*; D' e D representam a demanda agregada. No período 0, o choque assimétrico atuou reduzindo a demanda agregada da economia do *país A*. No momento 1, o *país A* poderá estimular a economia através de uma política monetária expansionista, causando a desvalorização cambial da moeda (De Grauwe, 2009, p. 34-35). Essa desvalorização cambial provocará uma redução dos preços dos produtos daquele país relativamente aos preços dos produtos do país no qual a demanda inicialmente se direcionou (aumento da preferência dos consumidores). O efeito final será o ganho de comércio via aumento da competitividade dos produtos, elevando as exportações e a demanda agregada, restaurando o equilíbrio.

Contudo, o equilíbrio restaurado não se manterá, já que em virtude da depreciação da moeda, os bens importados do *país B* pelo *país A* se tornarão mais caros, elevando os custos de produção do *país A* (De Grauwe, 2009, p. 35). Ao mesmo tempo em que esse aumento de preços

impacta nos custos de produção dos bens no *país A* (considerando o uso parcial de bens importados como insumos da indústria), os salários reais dos trabalhadores do *país A* também serão afetados, sofrendo uma pressão baixista.

Constatado os efeitos negativos da desvalorização cambial, os sindicatos irão pressionar por aumentos nominais dos salários, compensando a perda de poder de compra dos trabalhadores (salários reais). No fim, o momento 2 é alcançado, reposicionando a reta da oferta agregada mais acima, elevando os preços e reduzindo o produto, causa de maior aumento do nível de preços. O ponto de equilíbrio se dará em E^{10} .

Contudo, segundo a visão keynesiana, os trabalhadores como um grupo não possuem meios de prever (ex-ante) o nível de preços, a fim de determinarem os salários reais.

“Ao supor que as negociações sobre salários determinam o salário real, a escola clássica descambou para uma hipótese arbitrária, pois os trabalhadores, em conjunto, não dispõem de nenhum meio de fazer coincidir o equivalente do nível geral de salários nominais expresso em bens de consumo com a desutilidade marginal do volume de emprego existente.” (KEYNES, 1936, p. 52)

Já no caso de uma união monetária, o mecanismo de ajustamento passa pela desvalorização direta do salário nominal (proveniente de uma elevação da taxa de desemprego), causando o aumento da competitividade dos produtos nacionais, elevando as exportações e consequentemente restaurando a demanda agregada. Vale ressaltar que os trabalhadores e sindicatos irão relutar fortemente contra a redução dos salários nominais, pressionando os empregadores e dificultando o processo de ajustamento; a perda de salário nominal é facilmente perceptível aos que vendem a sua força de trabalho.

Comparando os dois casos, podemos tirar conclusões notáveis. Em ambas as situações há a desvalorização dos salários reais. No primeiro caso, a desvalorização do câmbio irá causar uma desvalorização real (perda de poder de compra), mantendo-se o salário nominal inalterado. Já no segundo caso, os salários reais são reduzidos através da desvalorização dos salários nominais. Contudo, no mundo real, onde há ilusão monetária, os trabalhadores ficarão mais relutantes em perder os seus salários reais via queda do salário nominal do que no caso de perda dos salários

¹⁰ O efeito negativo de tal política monetária dependerá de fatores como abertura da economia a bens importados e o nível máximo de desvalorização real dos salários suportado pelos sindicatos.

reais via perda de poder aquisitivo (salários nominais relativos e salários reais agregados). Segundo Keynes, em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*:

“(...) qualquer indivíduo ou grupo de indivíduos que consinta numa redução dos seus salários nominais em relação a outros sofre uma redução relativa do salário real, o que é suficiente para justificar a sua resistência. Por outro lado, seria impraticável opor-se a qualquer redução dos salários reais que resultasse de alteração no poder aquisitivo do dinheiro e que afetasse igualmente a todos os trabalhadores; com efeito, não há, em geral, resistência a este modo de reduzir os salários nominais, a não ser que isto venha atingir níveis excessivos.” (KEYNES, 1936, p. 52)

Assim, conseguimos compreender que o mecanismo de ajustamento, no caso de independência de política monetária, funcionará de forma menos limitadora do que no caso da união monetária.

No segundo cenário a ser estudado - choque temporário assimétrico - surge um problema no processo de estabilização. Novamente, no caso de uma redução da demanda por produtos do *país A* (redução da renda) em face de uma elevação da demanda por produtos do *país B* (elevação da renda), o banco central estará de mãos atadas no tocante à política monetária. Se a política adotada for a redução da taxa de juros (estímulo à demanda do *país A*), concomitantemente ocorrerá uma maior pressão inflacionária sobre a economia do *país B*. Ao mesmo tempo, como o choque é temporário, o mecanismo de ajuste pelo qual a flexibilidade dos salários e a mobilidade da mão de obra são as engrenagens, não poderá ser utilizado. Assim, o Banco Central não será capaz de estabilizar os ciclos por si só.

Contudo, se os países mantiverem as suas autonomias monetárias, o ajuste da taxa de juros *poderá* ser alcançado pelos respectivos países através do mecanismo dos juros (estimulando e arrefecendo as economias). O que devemos ter em mente a partir de agora é o quão eficientes são as políticas monetárias em um cenário de moedas autônomas. Essa questão será mais bem trabalhada nas próximas duas seções.

II.6.3 - Curva de Phillips e o Longo Prazo

Um dos custos de uma união monetária discutidos pela teoria da área monetária ótima é a preferência distinta entre inflação e desemprego, singular para cada país. Assim, quando há a unificação monetária, fica evidente que deverá haver um consenso entre os países sobre qual

ponto melhor representa a escolha entre inflação e desemprego para aqueles países em conjunto. Países com alta inflação sofrerão um maior nível de desemprego (temporário, até que os agentes reduzam as suas expectativas quanto à inflação) ao participarem de uma união monetária com países com inflações menores. Isso ocorre porque o país com alta inflação deverá reduzi-la (deverá abrir mão de emprego por menos inflação), e o país com baixa inflação deverá aceitar uma inflação maior do que ele possuía antes da união, para que seja possível haver a unificação dos sistemas monetários.

Contudo, no longo prazo, a curva de Phillips se torna vertical (visão monetarista). Ou seja, no longo prazo, os países não possuem poder de escolha sobre inflação e desemprego; no longo prazo, a única taxa de desemprego possível é a taxa natural.

Sendo assim, o custo de uma união monetária, no longo prazo não existirá, já que a taxa de desemprego no longo prazo será a natural, não havendo a possibilidade de escolha entre inflação e desemprego.

Já no curto prazo, o custo de desemprego permanece; o país que necessita reduzir a sua taxa de inflação irá enfrentar uma maior taxa de desemprego. Contudo, esse custo não está ligado diretamente à união monetária. Se a economia de um país possui uma alta inflação, o governo daquele país deverá eventualmente combatê-la. Assim, independente se o país forma ou não uma união monetária, o enfrentamento inflacionário deverá ocorrer em algum momento. O ponto aqui discutido é se o custo (transitório) de se desinflacionar de imediato a economia será maior no caso de uma união monetária ou menor, comparativamente a uma situação de independência monetária.

II.6.4 - A questão da Credibilidade

Voltando à análise de inflação e desemprego, podemos adicionar novos insights à discussão, notadamente em relação à credibilidade.

Segundo o modelo de Barro-Gordon, a taxa de desemprego é resultado da interação entre a taxa natural de desemprego e os diferenciais entre taxa de inflação esperada e taxa de inflação efetiva:

$$U = U_N + \alpha(\dot{p}^e - \dot{p}) \quad (4)$$

Esse modelo nos mostra que somente a inflação não esperada influencia a taxa de desemprego. Sendo assim, se a taxa esperada de inflação for menor do que a taxa realmente verificada, a taxa de desemprego verificada será menor do que o seu nível natural.

Os agentes baseiam as suas expectativas de forma racional (expectativas racionais), utilizando toda a informação disponível e experiência passada adquirida, na tentativa de antecipar decisões de política de governo, criando previsões quanto à inflação.

O problema de credibilidade surge quando um determinado governo anuncia ou torna clara a busca de uma taxa de inflação zero, por exemplo, porém frustra as expectativas dos agentes, ao não cumprir a meta previamente estabelecida. O incentivo que ele possui em tomar tal medida é, no curto prazo, reduzir a taxa de desemprego. A partir do gráfico abaixo podemos perceber a dinâmica.

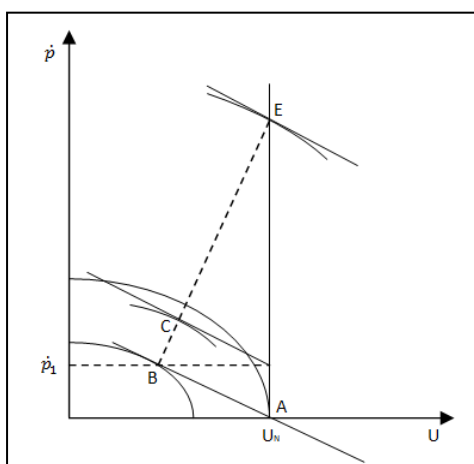


Figura 9 – Credibilidade e Inflação
(Fonte: adaptado de De Grauwe,
2009)

As curvas côncavas representam as curvas de indiferença da autoridade monetária, as quais mostram que quanto mais a taxa de inflação diminui, mais peso as autoridades atribuem ao desemprego.

Quando as autoridades surpreendem os agentes (criando uma diferença entre a inflação esperada, menor, e a inflação real, maior), o ponto de equilíbrio se descola para uma curva de indiferença mais abaixo daquela que as autoridades estavam. É exatamente nesse movimento que reside o incentivo do governo. Porém, esse incentivo gradualmente se reduz, já que a cada choque de expectativa, os agentes reformulam as suas previsões e atribuem menos credibilidade às autoridades. Essa dinâmica continuará até que o desemprego chegue ao limite em que o incentivo cessa (ponto em que a taxa de desemprego é igual à natural).

Podemos notar que o governo, ao fim do processo, se encontrará em uma curva de indiferença mais acima daquela em que poderia estar se não tivesse frustrado os agentes com seu choque de expectativa (ponto E). Além disso, a perda de credibilidade também é algo muito negativo, já que as suas políticas se tornarão cada vez menos eficazes em virtude da desconfiança dos agentes.

No caso de uma união monetária entre dois países, um possuidor de moeda com pouca credibilidade e outro com moeda estável, atrelada à característica de credibilidade, aquele primeiro poderá se beneficiar da perda de sua autoridade monetária. Tal efeito ocorre, pois a nova moeda originária da união irá herdar parcialmente as credibilidades das duas moedas anteriores - tanto a má credibilidade quanto a boa credibilidade. Por outro lado, o país com autoridades críveis perderá também a sua autonomia monetária. Uma nova autoridade será criada, a qual não será a mesma que as anteriores. Assim, os agentes podem reagir, reformulando o peso dado à credibilidade daquela nova autoridade. O resultado final é incerto. No caso da União Europeia, a herança do conservadorismo monetário alemão influenciou em grande medida a característica do BCE de forte controle de preços. Sendo assim, Alemanha, historicamente conhecida como austero no tocante ao controle de preços (autoridades que dão mais peso à estabilidade de preços do que ao desemprego) não foi impactada negativamente com a união (pelo menos não por essa frente). Já a Itália, historicamente conhecida como menos austera, se beneficiou positivamente com a perda de sua autoridade monetária (no quesito credibilidade).

Portanto, através do modelo de Barro-Gordon, podemos perceber que os custos em se abdicar de autoridade monetária, eventualmente não são tão relevantes quanto se pensava. O uso de política monetária nem sempre é o mais aconselhável, já que ganhos de curto prazo serão, no longo prazo, revertidos em menos confiança e bem-estar; além disso, a eficiência de tal instrumento também será afetada de forma negativa.

II.6.5 - Produtividade e inflação em uma união monetária: o Efeito Balassa-Samuelson

Consideramos até aqui que as taxas de inflação entre os membros de uma união monetária deveriam se encontrar equalizadas, a fim de manter-se a estabilidade do sistema. Contudo, diferenciais entre as taxas de inflação podem não ser necessariamente fontes de desequilíbrios.

A fim de explicarmos o porquê desse fenômeno, devemos entender a dinâmica entre produtividade e inflação.

A união monetária entre dois países que possuem taxas de produtividade distintas deverá implicar na seguinte causalidade: o crescimento nominal dos salários no país com maior produtividade deverá ser maior do que o do país com menor produtividade. Ou seja, o diferencial entre as produtividades acarretará em um diferencial nos salários nominais.

Vale destacar que se ambos os países centralizarem o processo de barganha salarial (união dos sindicatos), apesar das diferenças de taxa de produtividade, ocorrerá um sério efeito: a indústria do país com menor produtividade irá perder competitividade em relação à outra indústria do país o qual formou a união monetária. Portanto, que a centralização da decisão dos sindicatos não deve ocorrer quando há diferenciais de produtividade.

No equilíbrio de união monetária $\dot{e} = 0$ (equação 3), então $\dot{p}_1 = \dot{p}_2$, onde \dot{q} é igual à taxa de variação da produtividade e \dot{w} é igual à taxa de variação dos salários:

$$\dot{w}_1 - \dot{q}_1 = \dot{w}_2 - \dot{q}_2 \quad (5)$$

Porém, devemos analisar mais a fundo essa questão, já que existem desdobramentos essenciais à análise do processo de união monetária. Em uma economia, os bens podem ser considerados *tradables* (bens comercializáveis) e *non-tradables* (basicamente serviços). Adicionalmente, \dot{p}_1 e \dot{p}_2 são as taxas de variação dos índices de preços do consumo em cada país – médias das taxas de variação dos índices de preço dos *tradables* e *non-tradables*. Além disso, podemos assumir que os preços dos bens *non-tradables* são formados essencialmente pelos salários da força de trabalho que os produziu; α e $1 - \alpha$ são os pesos dados. Portanto, a seguinte expressão pode ser derivada:

$$p = \alpha \dot{p}_t + (1 - \alpha) \dot{w} \quad (6)$$

Em uma união monetária, competição entre os países fará com que os preços dos bens *tradables* (\dot{p}_{t1} e \dot{p}_{t2}) sejam equalizados. Porém, o mesmo não ocorre aos bens *non-tradables* (\dot{w}_1 e \dot{w}_2), onde não ocorre competição direta, criando um diferencial de salário entre eles. Assim, temos:

$$\dot{p}_1 = \alpha \dot{p}_{t1} + (1 - \alpha) \dot{w}_1 \quad (7)$$

e

$$\dot{p}_2 = \alpha \dot{p}_{t2} + (1 - \alpha) \dot{w}_2 \quad (8)$$

Quando os países formam uma união monetária, assumimos que $\dot{p}_{t1} = \dot{p}_{t2}$. O mesmo não ocorre no setor de *non-tradables*, onde não há competição internacional.

Ao subtrairmos as duas equações acima, encontramos o seguinte resultado:

$$\dot{p}_1 - \dot{p}_2 = (1 - \alpha)(\dot{w}_1 - \dot{w}_2) \quad (9)$$

Substituindo a equação (4) na equação (9):

$$\dot{p}_1 - \dot{p}_2 = (1 - \alpha)(\dot{q}_1 - \dot{q}_2) \quad (10)$$

As expressões acima nos dizem que diferenciais de inflação não serão causa de desequilíbrios, mas sim consequência do diferencial de produtividade entre os países. Esses diferenciais inflacionários podem ser entendidos como efeito do mecanismo de ajuste, não sendo uma fonte de instabilidade. Tal efeito é chamado Balassa-Samuelson. Porém, se países com taxas de crescimento de produtividade similar sofrerem esses diferenciais no nível de preços, isso é um sinal de que há uma fonte de desequilíbrio, como por exemplo, desenvolvimentos regionais assimétricos da demanda agregada.

II.7 - Mercado financeiro e sistema legal

Os mercados financeiros de cada país possuem certas diferenças entre si, e essas diferenças podem ser cruciais no bom funcionamento de uma união monetária.

Diferentes conduções de política monetária, como por exemplo a administração do nível de preços, variam entre os países. Alguns países administram a inflação com um foco baixista, considerados austeros. Outros, não imputam tanto peso à inflação, realizando políticas mais frouxas de controle de preços. Essas diferenças influenciam na estrutura dos mercados financeiros de cada país. No caso de um ambiente menos austero, os agentes irão relutar em comprar títulos públicos de longo-prazo, tendo em vista a incerteza quanto ao movimento inflacionário¹¹, preferindo títulos de curto-prazo (mais seguros quanto à manutenção do seu valor). O oposto ocorre com países mais austeros, onde a inflação é considerada controlada, onde normalmente há uma maior preferência pelos títulos de longo-prazo (riscos menores quanto ao longo-prazo).

Feita essa constatação, podemos perceber que no momento em que o banco central, em uma união monetária, atuar elevando os juros, o país com títulos de prazo menor irá sofrer mais de imediato um impacto no seu orçamento, em comparação ao país com títulos com vencimento mais longo.¹²

¹¹ Os preços dos títulos de longo-prazo são sensíveis à inflação não esperada, podendo impactar negativamente no valor do título, tornando-os menos atrativos.

¹² Se dois países formarem uma união monetária, ambos necessitarão seguir uma mesma taxa de juros. Contudo, no caso de um aumento da taxa de juros, o país com uma estrutura de títulos mais focada no curto prazo enfrentará

Obstante, essas diferenças com o tempo vão sendo reduzidas através da convergência da estrutura dos prazos dos títulos. Assim, notamos que a união monetária promove a redução das diferenças nos mercados financeiros dos países. Todavia, questões mais estruturais, resultado de legislações distintas, ainda se manterão. Somente uma convergência da legislação de fato poderá eliminá-las.

II.8 - A releitura da Teoria da Área Monetária por Mundell

A Teoria da Área Monetária Ótima, em si, é uma teoria pessimista em relação à capacidade dos países em formarem uma união.

Em 1973, Mundell traz um novo olhar sobre dois pontos de sua teoria, os quais podem ser considerados mais otimistas.

Primeiramente, Mundell trata da questão dos choques assimétricos causados pela dissincronia dos ciclos entre os países signatários. Segundo ele, a união monetária seria capaz de criar um ambiente mais estável e seguro. Novamente voltando ao exemplo do *país A* e do *país B*, o desequilíbrio causado pela queda de renda dos residentes do *país A* e aumento da renda dos residentes do *país B* poderá ser amenizado pelo fluxo automático de capital (possível somente pelo cenário de união monetária) deste para aquele país. Além disso, os residentes do *país A*, sabendo que o choque é temporário, irão manter o consumo, mesmo o cenário sendo o de queda da renda (os fluxos de renda se darão do *país B* para o *país A*); foi considerado que o mercado de capitais entre os dois países é integrado.

No caso de dos países manterem as suas respectivas moedas, esse fluxo de capital e renda não ocorrerá facilmente, tendo em vista que os agentes do *país B* irão considerar os riscos envolvidos, tal como o risco cambial.

Devemos notar que Mundell trata somente de um choque assimétrico temporário. No caso de um choque permanente, os agentes do *país B* poderão não desejar manter o fluxo de crédito aos cidadãos do *país A* de forma indefinida.

sérios problemas de dívida pública, já que a maturidade da dívida é baixa. Ou seja, o aumento dos gastos no pagamento dos juros, irá aumentar o déficit orçamentário significativamente.

O segundo ponto reavaliado por Mundell foi a ideia de que a volatilidade das taxas de câmbio estavam mais relacionadas à fatores psicológicos ou especulativos do que aos movimentos inflacionários e/ou taxas de crescimento da produção. Assim, a união monetária criaria uma âncora, blindando ou amortecendo aqueles efeitos sobre os países, reduzindo a ocorrência de choques assimétricos, em sua maioria. Contudo, conforme já discutido, grandes choques podem ser mais facilmente estabilizados quando os países possuem independência monetária e a taxa de cambio livre, para ser ajustada.

II.9 - Conclusão

O objetivo deste capítulo foi demonstrar como a Teoria da Área Monetária Ótima foi estruturada. Adicionalmente, a base teórica da União Europeia, em grande parte, se justificou a partir da Teoria da Área Monetária Ótima.

Assim como na União Europeia, Teoria da Área Monetária Ótima carece de um enfoque sobre a questão da união política. Para a teoria, a união monetária por si só já seria capaz de criar um ambiente econômico estável e uma moeda forte. Através de uma política fiscal austera e política monetária avessa à inflação¹³, tal moeda forte seria possível de existir; o papel dos Estados seria manter os déficits e a dívidas soberanas controladas, baseados na cartilha austera imposta pelo Tratado de Masstricht.

Contrariamente à Teoria da Área Monetária Ótima, a Teoria Cartalista traz à tona o papel crucial desempenhado pelo Estado na definição da moeda e do seu valor, indo de encontro ao projeto de união monetária europeu, que se estruturou a partir da separação entre autoridade fiscal (Estado) e autoridade monetária (Banco Central)¹⁴.

¹³ O valor da moeda será baseado unicamente a partir de uma política monetária restritiva – a escassez do meio de pagamento determinará o seu valor - e de uma política fiscal austera.

¹⁴ A relação entre moeda, gastos públicos e tributos é completa, não podendo haver a separação entre moeda e Estado.

Capítulo III – TEORIA CARTALISTA DA MOEDA

III.1 - Introdução

Em todas as economias modernas o governo define o que é dinheiro ao escolher o que aceitará como pagamento dos tributos (WRAY, 2003, p. 15). A obrigação do pagamento de tributos via moeda estabelecida pela autoridade soberana condiciona os agentes a obter tais meios de pagamento. Sendo assim, os agentes oferecem ao governo a sua força de trabalho ou bens produzidos em troca de moeda – ao longo deste capítulo analisaremos a dinâmica do dinheiro também no mercado privado. Portanto, o governo tem a capacidade de comprar qualquer coisa que esteja à venda, na sua moeda, simplesmente emitindo moeda.

Uma vez que o Estado impõe um tributo aos seus cidadãos, pagável em uma moeda sobre a qual possui monopólio de emissão, ele pode influenciar o valor daquela moeda estabelecendo as condições sob as quais a população pode obtê-la.

Assim, não é o recolhimento tributário que condiciona os gastos do governo. O tributo possui a função primeira de criar demanda pela moeda do governo, e não uma necessidade do governo em arcar com os seus déficits. Além disso, levando em conta que o público desejará acumular moeda para fins não tributários, o governo oferece uma opção rentável para aquela moeda que não rende juros – os títulos públicos. Através dessa noção, fica claro que nem tributos, nem títulos públicos financiam as despesas do governo. Pelo contrário, os tributos são necessários para formar o valor do dinheiro, enquanto a venda de títulos faz parte da política monetária ou da taxa de juros (manutenção do nível de reservas).

Ao contrário do que possa parecer, a teoria não defende a livre emissão de moeda, já que tal ação poderia provocar um processo inflacionário na economia. O dispêndio governamental deve estar em um nível exato, de forma que não sejam induzidas forças inflacionárias ou deflacionárias.

A Teoria Cartalista se desenvolve em torno dessa noção de **moeda guiada pelos tributos**. Tal abordagem nos será de grande utilidade no estudo da problemática do euro e as suas implicações.

III.2 - Teoria Cartalista Original

George Friedrich Knapp, o principal pensador da Teoria Cartalista, estrutura a sua argumentação em torno da noção de moeda estatal. Tal abordagem é contrária à visão metalista, a qual relacionava o valor da moeda ao valor do metal que a lastreava – padrão metálico. Os metalistas tentam deduzir o sistema monetário *sem a ideia de um Estado*.

A concepção acima para Knapp era irreal, já que a moeda de um Estado é aquela tal qual é “aceita nos guichês de pagamento públicos” (KNAPP, 1924, p. 7-8). É, assim, impossível separar a esfera estatal da esfera monetária.

Segundo a Teoria Cartalista, através da imposição - pela força e coerção - da contribuição tributária, pagável em moeda eleita pelo governo, este estabelece a *coisa* que será a moeda e o seu valor. Tal moeda é nada mais que uma exigibilidade do governo.

Já que o governo cria uma necessidade de demanda de moeda nos agentes, esses desejaram fornecer ao governo bens e serviços em troca de tal moeda a fim de cumprir tais obrigações. Mais ainda, o governo pode estabelecer o *esforço* necessário para obtê-la. No mínimo, ele deverá assegurar a oferta de um montante de moeda similar às obrigações tributárias. Na realidade, ele poderia, sem problemas, fornecer mais moeda do que o estritamente necessário, já que os cidadãos poderiam desejar acumular reservas de moeda extra num dado ano, com o intuito de criar uma segurança financeira contra as incertezas futuras. Assim, a ocorrência de déficits governamentais (fornecimento de moeda maior do que o recolhimento de tributos) não deveria ser visto como algo prejudicial, mas sim algo necessário e *normal*.

Como dito anteriormente, o governo cria uma demanda por dinheiro impondo uma obrigação tributária. Ao mesmo tempo, determina o quão difícil será a sua obtenção quando estabelece os termos em que fornece dinheiro. Ele pode desejar desvalorizar o valor da moeda através da redução do esforço necessário aos agentes de obterem-na. Se o governo anunciar uma elevação nas unidades monetárias em moeda pagas pelos bens e serviços demandados, tudo o mais constante, ocorreria uma redução do valor da moeda. Ou seja, ao pagar mais pela mesma quantidade de bens e serviços, o índice de preços dos itens que o governo compra iria registrar

inflação. Visto de outra forma, se o governo reduzisse os encargos tributários, também ocorreria a redução do valor da moeda.

III.2.1. Definição da Moeda

Para Knapp, débitos são expressos em uma unidade de conta e realizados através de meios de pagamentos, “uma coisa móvel que tem a propriedade legal de ser o portador das unidades de valor” (KNAPP, 1973 [1924] p. 7). Além disso, ele notou que meios de pagamento possuem tal característica por serem, antes, desejáveis de serem trocados, não importando os materiais dos quais são feitos (de metais preciosos a papel-moeda). A ideia fundamental desenvolvida foi o reconhecimento de que as transações feitas através de tal meio de pagamento só podem ocorrer quando o Estado anuncia a taxa de conversão, ou seja, a unidade de conta que tal meio de pagamento possui.

A partir de tais *insights*, pode-se concluir que basta o Estado definir o meio de pagamento e a unidade de conta, para que tal moeda possua valor; o material da moeda se torna irrelevante, podendo ser ouro, prata ou papel. Daí que surge a noção de moeda *cartal*:

Talvez a palavra latina **Charta** possa ter o sentido de bilhete ou ficha, e nós podemos formar um adjetivo novo mais inteligível – “Cartal”. Nossos meios de pagamento têm esta forma simbólica, ou cartal. Entre os povos civilizados, nos nossos dias, pagamentos podem ser feitos somente com bilhetes de pagamento ou peças cartais. (KNAPP, 1973 [1924], p. 31-32)

Além disso, Knapp acrescenta que “dinheiro sempre significa um meio de pagamento cartal. Todos os meios de pagamento são chamados dinheiro. A definição de dinheiro é doravante um meio de pagamento cartal” (KNAPP, 1973 [1924], p. 34-38).

Muitas vezes é creditada aos cartalistas a noção de que a moeda fiduciária necessita de leis de curso forçado para ser aceita como meio de pagamento. Tal noção é limitadora, já que a teoria se baseia em uma ideia mais ampla:

Se já declaramos no início que o dinheiro é criado por lei, isso não deve ser interpretado no sentido estreito de que é criado pela jurisprudência, mas no sentido mais amplo de que é criado pela atividade legislativa do Estado, criado pela política legislativa. (KNAPP, 1973 [1924], p. 40)

Por política legislativa, nesse âmbito, podemos entender ser a capacidade do Estado em **definir** a moeda e principalmente **aceitá-la**, nos seus guichês de pagamento:

A aceitação estatal delimita o sistema monetário. Pela expressão “aceitação estatal” entenda-se somente a aceitação nos guichês de pagamento do Estado onde o Estado é o recebedor. (KNAPP, 1973 [1924], p. 95)

Portanto, é a decisão de aceitar a moeda, primordialmente, e não as leis de curso forçado, que estabelece a moeda cartal.

A moeda estatal ainda pode ser classificada segundo os pagamentos efetuados por ela.

Dinheiro definitivo¹⁵ é aquele que o Estado aceita nos seus guichês de pagamento e que ele usa para o pagamento de obrigações. Ou seja, é aquele empregado em pagamentos apocêntricos¹⁶ e epicêntricos¹⁷, podendo ser chamado de moeda *valuta*. Já o dinheiro que é usado somente em pagamentos epicêntricos pode ser chamado de *acessório*. Portanto, o dinheiro definitivo é aquele empregado nas transações apocêntricas (*valuta*); todas as outras formas de dinheiro chamamos *acessórias*.

III.2.2 - Moeda Bancária e o Mercado Privado

Knapp ampliou a sua análise, a fim de incluir no debate a moeda bancária.

Os bancos emitem notas com o intuito de aumentarem os seus lucros (WRAY, 2003, p. 46). “Ele [banco comercial] tenta pagar em suas próprias notas em lugar da moeda emitida pelo Estado, porque, então, com capital comparativamente pequeno, ele pode obter maiores lucros que de outra forma” (KNAPP, 1973 [1924], p. 131).

Como comumente se acredita, a demanda por letras de câmbio ou moeda bancária não está relacionada com a sua conversão em moeda *valuta*, na qual era lastreada, mas sim no aceite dela, por parte do banco emissor (primeiramente) e do Estado (posteriormente), no pagamento de débitos naquele exato montante expresso no seu valor nominal. A característica de ser

¹⁵ Quando usado em pagamentos, o negócio fica completamente concluído.

¹⁶ Pagamentos feitos pelo Estado.

¹⁷ Pagamentos feitos ao Estado.

convertível, para Knapp, não é tão relevante para a moeda bancária, como se pensava. “Uma letra bancária inconvertível, portanto, não é uma nulidade, mas tem em comum com as letras de câmbio convertíveis o fato de que é uma garantia firme do banco” (KNAPP, 1973 [1924], p. 134). Ainda mais, “(...) mais claramente os clientes do banco podem usá-la para pagamentos entre si, na medida em que estão seguros de que será aceita pelo banco. Estes clientes e o banco formam, como se diz, uma comunidade de pagamento privada; a comunidade de pagamento pública é o Estado” (KNAPP, 1973 [1924], p. 134).

O valor da moeda bancária irá depender do seu uso na “comunidade privada de pagamento” e na “comunidade pública de pagamento”, ou seja, o valor dependerá da sua aceitação em pagamentos ao banco e aos guichês públicos. Dentro da “comunidade privada de pagamento” a moeda bancária é a principal moeda usada nos pagamentos. Contudo, os pagamentos dentro da “comunidade pública” requerem moeda estatal, *valuta*. O Estado pode **aceitar** a moeda bancária nos pagamentos feitos a ele, porém tal moeda não representará dinheiro definitivo, pois o Estado poderá **apresentá-la** aos bancos para resgate (por reservas *valuta*); tal moeda não será definitiva, e sim *acessória*, a não ser que o Estado a utilize também em seus próprios pagamentos, tornando-a *valuta*.

As notas bancárias passam a ser moeda estatal no momento em que o Estado as aceita nos pagamentos feitos a ele; elas se tornam substitutos perfeitos à moeda fiduciária (*valuta*). “Letras de câmbio não são automaticamente moeda do Estado, mas elas passam a sê-lo tão logo o Estado anuncia que as receberá em pagamentos epicêntricos” (KNAPP, 1973 [1924], p. 135). Quando tal momento ocorre, as notas bancárias se tornam então *acessórias*, fomentando a demanda pelas mesmas, já que poderão ser usadas também nos pagamentos epicêntricos. A partir de então, a política governamental também determinará o valor da moeda bancária. Não haverá a possibilidade de que a moeda bancária caia abaixo do “par”, em relação à moeda *valuta*, porque o governo escolhe aceitá-la ao par em pagamento de tributos.

À medida que os mercados privados se expandem, é possível que as compras do governo se tornem relativamente pequenas, como porcentagem da renda total. Contudo tal constatação não altera em nada as conclusões da Teoria Cartalista. Sem abandonar a visão de “moeda guiada por tributos”, podemos ampliar a exposição da teoria até o ponto em que a vasta maioria das

transações envolvendo moeda ocorra em mercados privados que nada têm a ver diretamente com o governo. Por não possuírem autoridade sobre moeda definitiva, os bancos privados sempre necessitarão possuir reservas de moeda *valuta* (definitiva) em seus cofres a fim de compensarem possíveis drenagens (compensações de cheques, pagamentos de tributos, compra de títulos governamentais por parte das famílias) de tal moeda.

Se um banco privado não dispuser de reservas suficientes para arcar com possíveis deduções, o governo deve intervir emprestando automaticamente as reservas necessárias. Da mesma forma, quando cheques emitidos contra um banco são depositados em outro, a compensação ao par exige que um montante de reservas seja transferido da conta do primeiro para a conta do segundo. Se o primeiro banco não possuir tais reservas, o governo deverá emprestá-las. A partir do momento em que a moeda bancária se torna estatal, a compensação ao par e o suporte de reservas à vista, por parte do Estado, se torna automático.

Quando um Estado, por motivo de instabilidade não consegue manter uma moeda *valuta*, por exemplo, ouro, pode recorrer à transformação de moeda bancária em *valuta* – normalmente será a de um banco que possui um alto nível de circulação de seu papel-moeda – para manter a atividade econômica. Tal banco privado seria então alçado ao nível de Banco Central, tendo a sua moeda transformada em moeda *valuta*. “Inicialmente as notas de banco e as notas do Tesouro são empregadas somente como moeda acessória (...) a hora dramática chega quando o Estado anuncia que não pode mais pagar na moeda que era até então *valuta* [digamos, ouro cunhado] e que aquelas garantias em si mesmas são agora *valuta*”¹⁸ (KNAPP, 1973 [1924], p. 196).

A partir de tal ponto, surge o papel-moeda cartalista, como temos hoje em dia. O abandono do padrão metálico tornou possível a eliminação das restrições advindas de tal sistema. O Estado se moveu para um sistema de papel-moeda interno, no qual ele realiza pagamentos apocêntricos em moeda do Banco Central e aceita pagamentos epicêntricos em notas de bancos privados (*acessórias*), que são resgatadas em moeda *valuta* do Banco Central – reservas.

¹⁸ A suspensão da conversibilidade em metal seria positiva tanto para o Estado quanto para o banco, já que tal acontecimento, quase sempre, é fruto de períodos de dificuldade por parte do Estado. Assim, o banco seria impelido pelo Estado a comprar dívida do governo, financiando-o e ao mesmo tempo alçando a sua moeda ao *status* de moeda *valuta*.

Contudo, tal moeda *valuta* só possui aceitação interna, já que o pagamento de tributos nela será feito somente e exclusivamente naquele país. Quando uma moeda possui *status* de moeda internacional, tal posição origina-se da confiança que as pessoas depositam no seu Estado emissor. Assim, o dólar é considerado moeda internacional, pois os agentes acreditam que o FED, juntamente com o governo americano, irá garantir a sua existência e o valor do dólar. Infelizmente, a instituição BCE não goza de tal *status*, já que não há uma entidade estatal garantidora do euro.

III.3 - Funcionamento da Política Fiscal e Monetária

Quando o governo compra bens e serviços do público, ele registra tal fato na contabilidade do Tesouro como *compra governamental*; esses gastos seriam financiados aumentando-se as exigibilidades em reservas no balanço do banco central. Estes ingressos teriam como contrapartida um direito exigível do Tesouro mantido como ativo pelo banco central. A quantidade de moeda fiduciária (notas ou cheques do Tesouro) recebida pelas famílias aumentaria, com a maior parte fluindo para os bancos privados como reserva. Pagamentos tributários então absorveriam as reservas. A maior parte das reservas restantes seriam reservas excedentes, pressionando para baixo a taxa de *overnight* ¹⁹.

Para manter a taxa *overnight*, o Tesouro poderia então vender títulos aos bancos ou ao público, provocando uma drenagem de reservas. Conforme fosse necessário (para sintonia fina da taxa de juros, mas não para *financiar* o déficit governamental), o banco central poderia injetar ou subtrair reservas através de compras no mercado aberto ou de vendas de títulos no mercado secundário.

Em resumo, as operações do Tesouro determinam a quantidade e o valor da moeda fiduciária, enquanto que as operações do banco central estabelecem a taxa de juros de curto prazo. Apesar das vendas primárias de títulos serem normalmente tratadas como parte da política fiscal, na realidade fazem parte, segundo a ótica cartalista, da política monetária. Em vez de se pensar na venda de títulos como análogo a *financiamento do déficit*, talvez seja mais interessante

¹⁹ Taxa básica de juros do mercado interbancário, lastreada em títulos públicos.

pensar nos títulos como *dinheiro que rende juros* (WRAY, 2003, p. 188-189) quando mantidos pelo público ou reservas que rendem juros quando mantidas pelos bancos privados.

III.4 - Contribuição de Keynes

Em *Tratado sobre a Moeda*, Keynes realiza notáveis debates sobre a moeda, assim como chega a algumas conclusões similares a que Knapp chegou, além de aprimorar alguns *insights* que o pensamento Cartalista já nos havia apresentado.

Keynes argumenta que o Estado tanto estabelece o que serve como “moeda-de-conta” quanto estabelece a *entidade* que será aceita como dinheiro ²⁰.

O Estado, portanto, em primeiro lugar, como a autoridade legal que obriga ao pagamento da coisa que corresponde ao nome ou descrição nos contratos. Mas atua uma segunda vez quando, além disso, invoca o direito de determinar e declarar que coisa corresponde ao nome, e mudar a sua declaração de tempos em tempos – quando, por assim dizer, ele invoca o direito de reeditar o dicionário. Este direito é invocado por todos os Estados modernos e vem sendo invocado há quatro mil anos pelo menos.” (KEYNES, 1930, p. 4)

Quando Keynes afirma que o poder de definir o “dicionário” a ser escolhido *e* o poder de reeditá-lo pertence ao Estado, existindo praticamente desde o início da sociedade humana, ele nos mostra que a teoria estatal da moeda certamente poderia ser aplicada a todas as economias modernas, além daquelas que existiram sob um padrão ouro; a moeda-mercadoria baseada no metal é também moeda estatal pela definição cartalista.

Mesmo a moeda emitida privadamente pode ser considerada moeda estatal. Ela irá circular junto à “moeda estatal *valuta*”. O Estado pode “usar a sua prerrogativa cartalista para declarar que a dívida [bancária] em si mesma é um meio aceitável de liquidação de obrigações” (KEYNES, 1930, p. 5). Adicionalmente, “ao custo de não concordar inteiramente com o uso corrente, proponho incluir como moeda estatal não apenas a moeda que é por si mesma de curso legal compulsório, mas também moeda que o Estado ou o banco central comprometem-se a aceitar em pagamento a eles ou a trocar por moeda de curso legal compulsória” (KEYNES, 1930, p. 5).

²⁰ “(...) a moeda-de-conta é a descrição ou denominação e o dinheiro é aquilo que corresponde à descrição” (KEYNES, 1930, p. 3-4).

Tal moeda bancária ou “moeda de Bancos Membros” não caracterizará moeda *valuta* já que não é moeda definitiva – da perspectiva dos Bancos Membros, eles precisarão se desfazer de reservas (moeda *valuta*) sempre que pagamentos de tributos ao Estadão são feitos em suas moedas.

Assim como Knapp, Keynes supera a noção de leis de curso forçado, sinalizando que a *aceitação* da moeda pelo Estado é o ponto central na definição da moeda:

“Knapp aceita como ‘moeda’ – exatamente como penso – qualquer coisa que o Estado se compromete a aceitar em seus guichês de pagamento, seja ou não declarada de curso legal entre os cidadãos” (KEYNES, 1930, p. 6-7).

III.5 - Outras contribuições à Teoria Cartalista

Hyman Minsky apresentou uma visão de moeda similar à abordagem cartalista, enfatizando a característica endógena da moeda. Ou seja, a moeda é gerada a partir de processos internos à economia capitalista, e não de uma forma independente e exógena, como defendido por Milton Friedman.

Moeda bancária, em sua grande maioria, é crédito, criado no momento em que os bancos concedem empréstimos, os quais nada mais são do que um compromisso assumido por um banco de realizar pagamentos imediatos na promessa do tomador de realizar o pagamento mais a frente. “Empréstimos representam pagamentos que o banco faz a homens de negócio, chefes de família e governos em troca de sua promessa de fazer pagamentos ao banco em alguma data futura” (MINSKY, 1986, p. 230).

Minsky ainda enfatiza a hierarquia dentro da concepção cartalista, a fim de explicar a dinâmica da moeda bancária, e a interação entre o governo e os bancos. De acordo com ele, há uma pirâmide de exigibilidades dentro do sistema monetário, estando o banco central no topo. A moeda bancária é conversível, à vista, em exigibilidades do banco central, que são usadas para compensação entre os bancos e para os encaixes mantidos pelo público. Tal moeda bancária será aceita pelo público tendo em vista que este pode utilizá-la para cumprir seus próprios compromissos com os bancos. Ou seja, por ser aceita nos *guichês de pagamento dos bancos*, a moeda bancária possui valor nominal. Como o banco aceita exigibilidades em moeda bancária, o

público irá ofertar bens e serviços no mercado em troca de tal moeda, a fim de quitar compromissos entre si.

No caso dos EUA, os pagamentos interbancários entre os bancos membros do Sistema da Reserva Federal são transferidos da conta de um banco para a conta de outro banco, dependendo das exigibilidades descontadas em cada um. O sistema é integrado entre os bancos e o FED (banco central americano), que garante o bom funcionamento dos fluxos compensatórios entre os bancos e a hierarquia do sistema.

O público utiliza depósitos bancários como moeda, e os bancos utilizam depósitos no Federal Reserve como moeda. Tal arranjo hierárquico é a propriedade fundamental do sistema monetário e bancário, ponto já debatido por Knapp, em sua *estrutura de comunidades públicas e privadas*.

A respeito de que os tributos dão o valor à moeda, Minsky conclui:

Numa economia onde a dívida do governo é um ativo importante nos registros contábeis dos bancos de depósito e emissão, o fato de que tributos devem ser pagos dá valor à moeda da economia (...) A necessidade de pagar tributos significa que as pessoas trabalham e produzem para obter aquilo com que podem pagar os tributos. (MINSKY, 1986, p. 231)

Portanto, o público aceita a moeda bancária, como desenvolvido acima, porque no fim tal moeda será aceita pelo Estado no pagamento de tributo. Adicionalmente, devido ao arranjo hierárquico o público ao pagar um tributo via moeda bancária, irá provocar o vazamento de reservas do banco central dos bancos privados. Ou seja, a moeda do banco central (fiduciária) será hierarquicamente superior à moeda bancária; os bancos só poderão fazer pagamentos tributários ao governo utilizando moeda do banco central, ou melhor, perdendo reservas.

Voltando à base da Teoria Cartalista, Abba Lerner ratifica:

“Qualquer que tenha sido a história do ouro, no tempo atual, em uma economia que funciona normalmente, dinheiro é uma criatura do Estado. Sua aceitabilidade geral, que é o seu principal atributo, mantém-se ou se reduz segundo sua aceitabilidade pelo Estado.” (LERNER, 1947, p. 313)

Tal aceitabilidade por parte do Estado é elucidada por Lerner:

“O Estado moderno pode, em geral, tornar qualquer coisa que escolha aceitável como moeda (...) É verdade que uma simples declaração de que isto ou aquilo é moeda não funcionará, mesmo se apoiada pela evidencia constitucional mais convincente da soberania absoluta do Estado. Mas, se o Estado está pretendendo aceitar a moeda proposta em pagamento de tributos ou de outras obrigações para consigo, a mágica está feita. Qualquer um que tenha obrigações para com o Estado desejará aceitar os pedaços de papel com que pode pagar obrigações, e todas as outras pessoas desejarão aceitar estes pedaços de papel porque sabem que os contribuintes, etc., por sua vez, os aceitarão.” (LERNER, 1947, p. 313)

Deste modo, assim como concluído por Knapp, “a coisa” que corresponde à “descrição” é aceita não apenas em virtude de uma soberania imposta pelo Estado, ou por uma lei de curso legal ou por um lastro em moeda metálica, mas porque o Estado possui o poder de imposição e implementação de compromissos tributários e porque dispõe do direito de escolher *o que é necessário para pagar tributos*.

III.6 - Conclusão

A abordagem cartalista defende a existência da moeda lastreada pelo Estado. Através da imposição de exigências tributárias e a sua administração, o Estado estabelece o valor da sua moeda.

Independentemente da característica da *coisa* (moeda-mercadoria, moeda fiduciária, etc.), o seu valor nominal sempre será pautado pelo Estado.

A moeda fiduciária, da mesma forma que a moeda-mercadoria, necessita do lastro estatal para que os agentes acreditem que tal *coisa* possua valor; que seja uma reserva de valor confiável. Da mesma forma, através de um arranjo hierárquico, a moeda bancária se torna moeda estatal a partir do momento em que o Estado assume que a aceitará em pagamentos efetuados a ele - pagamentos apocêntricos.

Portanto, quando a moeda não é respaldada por um Estado soberano, esta se encontrará em um “estado de caos”. A incerteza causada pela ausência do Estado cria nos agentes um sentimento de insegurança e desconfiança em relação à capacidade daquela moeda em ser uma reserva de valor estável.

No próximo capítulo iremos analisar o problema do euro sob a ótica da Teoria Cartalista, realizando uma breve comparação entre o FED e o BCE.

Capítulo IV – ANÁLISE DO EURO SEGUNDO A TEORIA CARTALISTA

IV.1 - O problema estrutural do Euro

Como analisado extensivamente no capítulo anterior, a Teoria Cartalista nos apresenta um meio de entendermos a lógica do valor da moeda, principalmente da moeda fiduciária moderna. Assim, através de tal teoria, podemos perceber um grande problema estrutural na formação do euro: a falta de um Estado que respalde o valor da moeda. Se o valor do euro não é garantido por um Estado, através da imposição de exigibilidades tributárias, como os agentes confiarão no euro como uma boa reserva de valor?

O que se pode verificar empiricamente, é que o BCE assumiu uma postura de política monetária restritiva com o intuito de que os agentes estabelecessem a confiança no euro. Ou seja, a única forma de garantir a confiança no euro como reserva de valor é mantê-lo escasso. É uma espécie de volta da teoria quantitativa da moeda, usando a própria teoria cartalista. Se não há Estado, surge a necessidade de se garantir o valor da moeda de outra maneira, e essa maneira é regulando a quantidade, criando escassez. Assim, os agentes teriam confiança de que a reserva de valor da moeda se manteria estável.

Se compararmos o balanço do FED com o balanço do BCE, iremos notar exatamente a ideia aqui exposta.

O dólar é utilizado para pagamentos de encargos tributários internos à economia americana. Contudo, a moeda ainda goza do *status* de moeda internacional, já que baliza o sistema monetário internacional. A questão que surge é: o que faz do dólar possuidor de tal característica? Tal questão pode ser respondida através da ideia de moeda cartal: por ser lastreado pelo Estado americano, o dólar goza de confiança por parte dos agentes. Tal confiança é tamanha, que transpassa as fronteiras territoriais, e permite que transações internacionais sejam feitas em dólar, já que tal moeda, através mais especificamente do Tesouro Americano, incondicionalmente preservará a sua reserva de valor. Ou seja, a confiança no dólar está diretamente ligada à confiança de que o Tesouro Americano irá manter as suas exigibilidades e pagamentos em moeda *valuta* estatal, ou seja, em dólar.

Já no caso europeu, como não há um Estado supranacional que imponha as exigibilidades tributárias aos seus cidadãos, mas sim Estados independentes que possuem orçamentos e Políticas Fiscais autônomas, os agentes não terão a confiança no euro como mantenedor do seu valor. Ou seja, nada irá garantir que um país abandone a união monetária, e adote outra moeda, mesmo que tal ação impacte de forma extremamente negativa tal economia nacional; não há um Estado central que respalde o valor euro.

A forma que os idealizadores do euro encontraram para garantir a estabilidade do valor da moeda foi criar um banco central fortemente austero. Assim, uniu-se a influência ordoliberal alemã, com a necessidade de se criar uma âncora monetária, já que o projeto de união política era inexistente.

Podemos visualizar a situação europeia realizando uma comparação: a relação dos Estados que compõe a União Europeia, mais especificamente os seus Tesouros Nacionais, com o BCE é mais parecida com a relação dos Tesouros dos estados dos EUA com o FED do que a relação do Tesouro Americano com o FED. Fazendo a ressalva que, mesmo possuindo certa independência, os estados americanos possuem estreita ligação com o Tesouro Americano e com o FED. Se cada estado americano fosse independente entre si e entre o FED, o dólar incorreria no mesmo problema do euro: a falta de credibilidade em virtude de não haver um Estado garantidor do valor da moeda.

IV.2 - Análise comparativa entre os balanços e taxas de juros de curto prazo do FED e BCE

Com o intuito de embasar a nossa argumentação, é válido analisarmos e compararmos os balanços do FED e do BCE, mais especificamente as suas respectivas bases monetárias:

Tabela 1: Balanço do FED em mil dólares (Fonte: Federal Reserve)

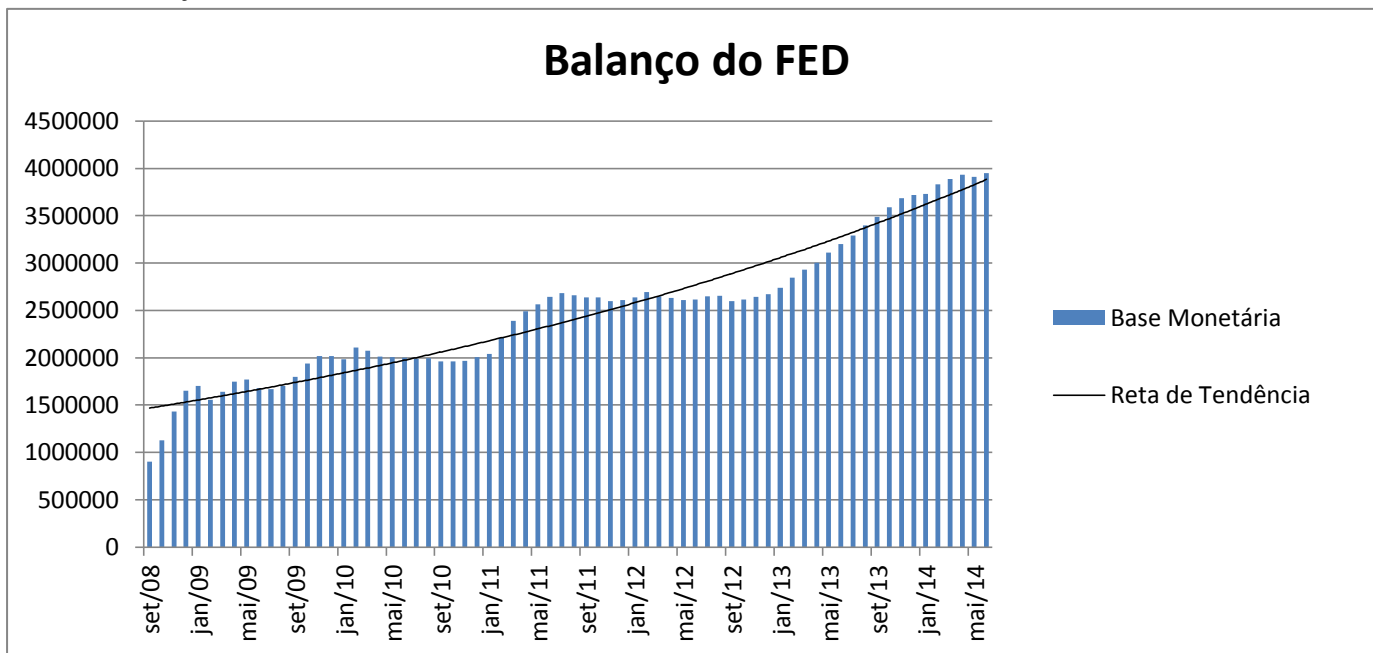
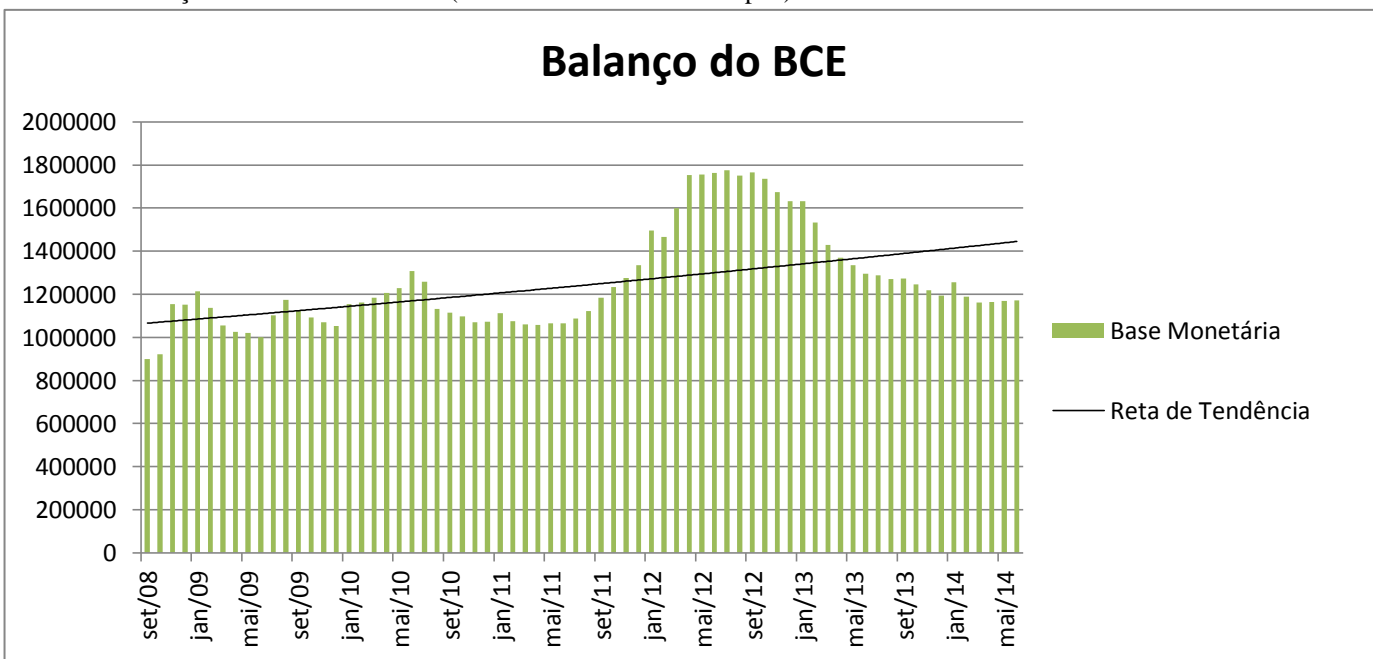


Tabela 2: Balanço do BCE em mil euros (Fonte: Banco Central Europeu)



Analisando a partir de setembro de 2008, segundo dados do FED, a oferta da base monetária na economia americana estava em aproximadamente 905 bilhões de dólares; em junho

de 2014 tal agregado equivalia a 3,94 trilhões de dólares. Já na Zona do Euro, no mesmo período de 2008, a oferta da base monetária, segundo dados do BCE, era aproximadamente 899 bilhões de euros; em junho de 2014, tal agregado equivalia a 1,17 trilhões de euros.

Ou seja, o crescimento da base monetária nos Estados Unidos foi de 336% durante o período estudado. Já o crescimento da base monetária na Zona do Euro foi de apenas 30%, durante o mesmo período.

Ainda podemos realizar uma comparação entre as taxas básicas de juros de curto prazo do FED e do BCE, respectivamente, *FED Funds Rate* e *Main Refinancing Rate*.

Tabela 3: Relação entre as taxas de juros de curto prazo do FED e do BCE (Fonte: Federal Reserve e Banco Central Europeu)



A taxa de juros média americana no período foi equivalente a 1,71% a.a., enquanto a taxa de juros média dos países da zona do euro foi igual a 2,15% a.a. Ou seja, o BCE praticou uma política de taxas de juros sensivelmente mais restritiva do que o FED, durante o período estudado.

Baseando-se em tais constatações, é possível notar uma clara discrepância entre as políticas monetárias de ambos os países.

Por contar com a confiança no dólar por parte dos agentes, o governo americano promoveu uma política de injeção de liquidez de grandes proporções durante o período; tal ação foi fundamental, e está sendo, no processo de superação da crise financeira²¹.

Já no caso Europeu, a situação é mais desafiadora. Como o BCE possui estruturalmente um viés deflacionário, ele demorou a agir no sentido de estabilizar a demanda agregada²² (através de injeções de liquidez no mercado). Ao fim de 2011 até a metade de 2012, percebemos um crescimento notável da base monetária e queda na taxa de juros de curto prazo, reflexo da necessidade de fomentar a demanda agregada, impactada negativamente pelo aprofundamento da crise. Porém, se levarmos em conta o tempo de reação que o BCE levou para socorrer alguns países que estavam em uma situação fiscal problemática (como Grécia, Espanha, Portugal, etc.), percebemos o receio do BCE em tomar uma postura monetária expansionista, tendo em vista a fragilidade do euro como reserva de valor.

IV.3 - Conclusão

Como evidenciado por Goodhart, “(...) o uso deste dinheiro de curso forçado emitido pelo Estado apoiava-se em diversos fatores. Primeiro o Estado arrecada tributos e pode insistir que sejam pagos em moeda emitida por ele. Isso assegura que este dinheiro de curso forçado terá algum valor.” (GOODHART, 1989, p. 36. Grifo meu). Desta forma, a falta de uma moeda estruturada sob uma imposição estatal, com o seu valor assegurado pelo próprio Estado, trará para si incerteza e instabilidade quanto ao seu valor.

Portanto, como o euro não foi criado a partir da base de uma moeda **cartal** - tornando a sua característica de reserva de valor questionável - o BCE estaria **preso** a uma política monetária restritiva que buscaria ancorar o valor do euro através da sua escassez. Assim, o

²¹ A confiança no dólar está intrinsecamente ligada à confiança de que o Tesouro Americano irá manter as suas exigibilidades e pagamentos em moeda *valuta* estatal, ou seja, em dólar. Assim, mesmo após elevar consideravelmente a base monetária, o dólar mantém a sua função de reserva de valor estável.

²² Podemos assumir que a autoridade monetária assumiu uma postura de política econômica pró-cíclica.

aprofundamento da crise na Europa *pode* ser explicado pela característica estrutural do próprio euro, advinda da sua má formação como moeda cartal, ou seja, através da separação entre moeda e Estado.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo demonstrar, através da Teoria Cartalista da Moeda, como a formação da União Monetária Europeia anterior à adoção de uma união política criou um problema estrutural no euro – a falta de confiança na moeda como reserva de valor.

Em virtude da moeda fiduciária não possuir valor intrínseco (incluindo as moedas-mercadoria, como já discutido), a mesma necessita do lastro de uma instituição fiscal soberana, que imponha pagamentos de obrigações aos agentes, naquela unidade de conta. Transportando essa base da Teoria Cartalista ao euro, é perceptível que a falta de uma autoridade fiscal supranacional capaz de impor os pagamentos de obrigações em euro torna o seu valor incerto para as pessoas. Nada garante que de uma hora para outra algum país da Zona do Euro abandone o euro como unidade de conta, e assuma outra moeda particular. É certo que tal ação causaria sérios efeitos negativos sobre aquele Estado; as consequências seriam altamente desencorajadoras. Porém é uma possibilidade. Assim, o BCE se vê obrigado a assumir primordialmente uma postura restritiva, de controle de preços, já que ao fazer isso cria um sentimento (de confiança) nos agentes de que o euro possui valor pela sua escassez. Tal postura pode ser considerada uma anomalia herdada da concepção de que a moeda necessita ser escassa para possuir a característica de reserva de valor, anomalia essa que impõe às economias europeias pressões deflacionárias ainda mais restritivas em um cenário de crise econômica, queda da demanda efetiva e contração da renda.

Portanto, pode-se concluir que o projeto europeu seria completo se abarcasse uma união política complementar a uma união monetária. Nesse caso então o valor do euro seria lastreado pelo poder impositivo de obrigações em euro, garantido por uma entidade fiscal europeia unificada.

BIBLIOGRAFIA E REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAGUS, P. *A Tragédia do Euro*. São Paulo: VIDE Editorial, 2012.

BIBOW, J. *At the crossroads: the euro and its central bank guardian (and saviour?)*. Cambridge Journal of Economics, v.37, pp. 609-626, 2013.

BOYER, R. The euro crisis: undetected by conventional economics, favoured by nationally focused policy, Cambridge Journal of Economics, v. 37, pp. 533-569, 2013.

DE GRAUWE, P. *Economics of Monetary Union*. Oxford: University Press, 2009.

KEYNES, J. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultura, 1996.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD M. *Economia Internacional*. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2009.

PANICO, C. *Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis*. Cambridge Journal of Economics, v. 37, pp. 585-608, 2013.

PETIT, P. *Building faith in a common currency: can the Eurozone get beyond the Common Market Logic?* Cambridge Journal of Economics, v.36, pp. 271-281, 2012.

PIÉGAY, P.; ROCHON L. P. *Teorías monetarias poskeynesianas*. Madrid: Ediciones Akal, 2006.

TOPOROWSKI, J. *International credit, financial integration and the euro*. Cambridge Journal of Economics, v. 37, pp. 571-584, 2013.

WRAY, L. R. *Trabalho e Moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora, 2003.

WILKINSON, F.; KONZELMANN, S.; KING, L.; BLANKENBURG, S. *Prospects for the eurozone*. Cambridge Journal of Economics, v. 37, pp. 463-477, 2013.

The Maastricht Treaty. Disponível em: <<http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>> Acesso em 17/07/2014.